


# الأسواق المالية الإسلامية

## بين الواقع والواجب

أبحاث المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمـويل والاقتصاد الإسلامي

8 و9 نوفمبر 2019م – اسطنبول، تركيا




أبحاث المؤتمر الدولي الثاني

للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي)

# الأَسْوَاقُ الماليةُ الإِسلاميّة.. بين الوَاقِعِ والْوَاجِبُ

8 و9 نوفمبر 2019 م - اسطنبول – تركيا













برعاية












TURKEY: Ikietlle- Ataturk Mah. Teknkyapi Metropark Sitesi - B1 Blok- Kat 26 -Daire: 210
ISTANBUL – TURKEY - ☎ +90 552 441 1718 +90 212 812 2255
UK : 160 Kemp House, City Road, London EC1V 2NX ☎ +44 7937004802
WWW.EAIFE.ORG @ info@eaife.org

## هيئة الإشراف العلمي والتنظيمي للمؤتمر الدولي الثاني
## للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي(إيفي)



**رئيس المؤتمــر**

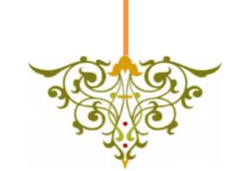
أ.د أشرف محمد دوابـه
**أستاذ التمويل والاقتصاد الإسلامي بجامعة اسطنبول صباح الدين زعيم**
**رئيس الأكاديمية الأوربية للتمويل والاقتصاد الاسلامي**

**اللجنة العلمية**

(1) أ.د أشرف محمد دوابـه (2) أ.مشارك: د.بشار العجل
(3) أ.مساعد: د.علام مولوي (4) أ.مساعد: د.نجلاء الحاج
(5) أ.د. هـــلال درويــش (6) أ.مساعد: يحي حجازي
(7) أ.د عبدالمطلب آربـــا (8) أ.د خـالـــد المطـــيـري
(9)أ.د أنصـاري يوجــل (10) أ.د سهيل الحـوامـــدة
(11) د.مفتاح عبدالسلام عليلش (12) د. ســامي عـمر ساسي

**اللجنة التنظيمية**

① أ. مــراد عــواجـة ② أ. خـــالد شـاهـين
③ د.نبيـل الـبـــابلي ④ أ.محمد الهاشمـــي
⑤ أ.ربى الزعـــتــري ⑥ أ.تمـارا الحـكـيـــمي
⑦ أ.كريمة العـــيزري



التصميم والإخراج الطباعي: محمد الهاشمي



# فهرس الأبحاث المشاركة بالمؤتمر الدولي الثاني

# للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي(إيفي)












# الأســـواق الـمالية الإسلامية
# بين الإمكانات والتحديات





# واقع ومستقبل أسـواق المـال الإسـلامية

**أ.د. علي محيي الدين القره داغي - قطـر**
الأمين العام للاتحاد العالمي لعلماء المسلمين

**بسم الله الرحمن الرحيم**

الحمد لله ربّ العالمين والصلاة والسلام على المبعوث رحمة للعالمين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم، وبعد : فإن مما لا شك فيه ان للبورصة دوراً عظيماً في تحقيق السيولة ، وتحريك الأموال ، بل إنني شبهتها قبل 30 سنة بأنه رئة الاقتصاد زفيراً وشهيقاً .

ونحن هنا نذكر ملاحظاتنا بهدف الإصلاح والتطوير وليس بهدف التشويش والتدمير، في ضوء ما يأتي:

**الموضوع الأول : المرابحات عن طريق أسواق السلع والمعادن الدولية** سواء كانت في لندن، أو شيكاغو أو غيرهما ، حيث إن التعامل فيها وفقاً للمرابحة الدولية لا تتجاوز الأوراق التي ينظمها الوسيط (البروكر) في الغالب الأكثر.

حيث تجري عمليات المرابحات في المعادن ، وبخاصة الألمنيوم ، والنحاس ونحوهما ، وتجري عن طريق السماسرة في بورصات السلع الدولية وبخاصة بورصة لندن للمعادن ، وبورصة شيكاغو، والآن وجدت بورصتا دبي ، وماليزيا.

وأهم مميزاتها: أن هذه المرابحات تجري على معادن غائبة، وبيع الغائب محل خلاف أجازه جماعة من الفقهاء، وأنها تقوم على عقد الوكالة، وتمنح شهادات المخزون بأن السلعة متوافرة في المستودع الفلاني، كما أنها مؤجلة الثمن .

فهذه الأمور كلها يمكن قبولها ، ولكن المشكلة الكبرى هي أن نظام البورصة العالمية في هذا المجال يقوم على أن من يتعامل معها فئتان :

**الفئة الأولى** : (وهي الأقل) تشتري السلع لاستهلاكها أو استعمالها كمن يشتري النحاس لاستعماله في صناعة الأسلاك الكهربائية مثلاً.

**الفئة الثانية** : وهم المضاربون (المجازفون) حسب عرف البورصة (وهم الأكثرية) يشترون المعادن ، ويبيعونها مباشرة ، فهؤلاء يشترط عليهم في العقود : أن لا قبض ، لأنه تترتب عليه مخاطرة في نظرهم ، وإنما للمشتري الحق في بيعها إلى طرف آخر.[1]

(1) يراجع : د. محمد علي القري : مرابحات السلع الدولية ، بحث منشور في مجلة كلية الشريعة والقانون بجامعة الامارات ص 1545-1546

ولكن ظهرت بورصة ماليزيا لزيت النخيل فهي أحسن من غيرها، ولكنها أيضاً تحتاج إلى مزيد من التطوير.

(1) **اشتراط عدم القبض :**

وهذا الشرط يتعارض مع مقتضى عقد البيع ، لأن من شروط صحته القدرة على تسليم المعقود عليه، ولذلك نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع ما ليس عند الإنسان[2]، وثبت بالاجماع على منع بيع الكالئ بالكالئ[3] ، وللسبب نفسه حرّم الله الميسر.

(2) **ربط الثمن بمؤشر معين مثل لايبور،** وله حالتان :

الحالة الأولى : ربطه بمؤشر معين مثل لايبور لمعرفة نسبة الرح فقط فهذا لا مانع منه .

الحالة الثانية : ربطه بأن يتم البيع أو الشراء بثمن محدد في أساسه ومتحرم في جملته ، وذلك بأن يربط بمؤشر معين ، حيث تحدث هذه الحالة عندما تكون المدة طويلة ، ويخاف أحد الطرفين من تغير أسعار الفائدة نزولاً أو هبوطاً ، وذلك بأن يبيع له البضاعة برأس مالها المدفوع فلنفترض مليون دولار ، مع ربح سنوي مرتبط بمعدل الفائدة (لايبور) فهذا يحدث جهالة كبيرة وغرراً فاحشاً منهياً عنه[4].

(3) **عدم ذكر مكان التسليم** ، وهذا ما يحدث في المرابحات الدولية لأن القبض غير موجود، بل غير ممكن بسبب الشرط ، وهذه مخالفة أخرى .

(4) **إهمال شرط الحق في الحصول على الشهادة الأصلية للمخزون** ، وهذا يحدث كثيراً إذ لا يذكر في العقد شرط الحق في الحصول على شهادة المخزون الأصلية ، وهي الشهادة القانونية الوحيدة لوجود السلعة المحددة ، بل يكتفون بصورة منها ، وقد لاحظنا إرسال هذه الصور لأكثر من بنك في وقت واحد ، وهذا يؤدي إلى احتمالية بيع السلعة على الأوراق لأكثر من شخص في وقت واحد.

وأدهى من ذلك فإنه قد يشترط على البنك عدم الحق في المطالبة بشهادة المخزون الأصلية ، أو حتى صورتها ، وهنا تكمن الكارثة الكبرى الموغلة في الصورية والتحايل ، وذلك لأن هذا يؤكد عدم وجود السلعة ، أو أنها مبيعة لطرف آخر .

---

(2) حديث النهي عن (بيع ما ليس عندك) ، رواه أصحاب السنن بروايات كثيرة وبأسانيد صحيحة ، فرواها أبو داود الحديث 3503 والترمذي وقال الشارح عارضة الأحوذي (3/ 193) : ( حديث صحيح )، وكذلك صححه النووق في المجموع (9/ 259) وابن دقيق العبد في الاقتراح الحديث 99 وغيرهما

(3) ورد فيه حديث ضعيف ، وهو نهي رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ وهو بيع الدين المؤجل بالمؤجل ، يراجع : السنن الكبرى للبيهقي (5/ 290) وشرح السنة للبغوي (4/ 284)

(4) د. القري : بحثه السابق ص 1548

**ربط المرابحات الدولية بقاعدة سدّ الذرائع:**

رأينا في المرابحات الدولية بصورتها الراهنة هذه المخالفات ، والحيلة هنا تأتي من خلال العقود المرتبة في الظاهر أنها متوافرة الأركان والشروط ، وفي حقيقتها أن فيها مخالفات جوهرية .

وسدّ الذرائع يأتي هنا بمنع التعامل عن طريق المرابحات الدولية للمضاربات ، وفي الأسواق العالمية للمعادن.

**الموضوع الثاني: التورق المنظم** الذي صدر بحرمته قرار مجمع الفقه الإسلامي قرار رقم(179(5/ 19) .

**الموضوع الثالث : المرابحة العكسية** التي صدر بحرمتها قرار مجمع الفقه الإسلامي (قرار رقم 179(5/ 19) وهو القرار الذي ذكر في التورق المنظم ، حيث سماه المجمع : بالتورق العكسي فحرّمه أيضاً.

**علاقة التورق المنظم والمرابحة العكسية بسدّ الذرائع والحيل والبُعد المقاصدي:**

إن التورق المنظم ، والمرابحة العكسية يتمان في الغالب الأكثر عن طريق المرابحات الدولية في سوق السلع والمعادن ، ولدى التعمق في هذين المنتجين نرى أنه لا تتوافر فيهما شروط البيع الصحيح، كما أنهما لا تتحقق بهما مقاصد الشريعة من التنمية ، ومقاصد البيع من التسليم والتسلم، والتبادل الحقيقي ، وإنما هما عقدان صوريان للوصول إلى الربا ، وأن مآلات هذين العقدين (التورق المنظم ، والمرابحة العكسية ) ديون أو قروض بفوائد دون تبادل حقيقي بين السلع والخدمات ، ولا تحريك للأسواق ، وإنما تعامل في الأوراق ، وان المستفيد الأكبر هو الوسيط (البروكر) حيث يأخذ نسبة في كل عملية ، فقد أنتجت المرابحات الدولية للبنوك الإسلامية وغيرها عدداً من الوسطاء الأغنياء كان الأولى بهذه الأموال أن تذهب للمتعاملين عن طرق عقود مباشرة.

**الموضوع الرابع : الإجارة المنتهية بالتمليك في بعض صورها :**

هناك بعض التطبيقات الخاطئة ، منها :

(1) العقد الذي ينظم العلاقة بين البنك المؤجر ، والمستأجر على أساس أن البنك المؤجر لا يتحمل أي مسؤولية من مسؤوليات الملكية من ضمان التلف والنقص ، فيحملها على المستأجر ، فهذا العقد ليس إجارة ، بل هو عقد صوري للتمويل بفائدة ، لأن العقد باطل ، وتصبح الزيادة ربا محرماً.

(2) العقد الذي يشترط فيه أن تتم ملكية الأصل المؤجر للعميل بمجرد دفع الأقساط المحـــددة – على تفصيل في ذلك–.

(3) العقد الذي ينص على تقسيم ثمن الأصل مع أرباحه على زمن قصير فتكون الأقساط غير مناسبة بشكل واضح مع أجرة المثل ، فالحل هنا هو أن تكون الأجرة مناسبة ، ثم يتم بيع الأصل إلى العميل بالثمن الذي يتم الاتفاق عليه.

(4) العقد الذي يتضمن عقد إجارة ناجز ، وعقد بيع معلق على شرط سداد أقساط الإجارة في المدة المحددة . ومن المعلوم أن البيع المعلق على زمن مستقبلي أبطله جماهير الفقهاء قديماً وحديثاً .

فهذه الصورة كلها من الصور الممنوعة شرعاً ، وبالتالي فيجب سدّ أي وسيلة أليها.

**الموضوع الخامس : ضرورة القيام بإحداث بدائل عن السندات من خلال الصكوك** حيث إن للصكوك الحقيقية دوراً عظيماً في تحريك الأسواق واستثمار الأموال ، وتحقيق السيولة والمساهمة في التنمية الشاملة ، ولكنها أصاب بعضها ما أصابها من التحايل ، فدفعها إلى الخروج عن مقاصدها الحقيقية ، فأصبحت بمثابة سندات مع عناء كبير في إخراجها في مظهر الصكوك.

ومن المعلوم أن هناك فروقاً جوهرية بين الصكوك والسندات من أهمها أن الصكوك لا بدّ ان تمثل ملكية للأعيان ، او المنافع ، أو الحقوق ، وأن حملتها هم مالكون لها مباشرة ، أو عن طريق شركات مملوكة لهم ، أو وكيلة عنهم.

كما أن للصكوك مقاصد مهمة في المساهمة في التنمية الشاملة ، ودعم النشاط الاقتصادي، وترسيخ الاقتصاد العيني والنفعي بحيث لا تكون مجرد ائتمان وعمل في دائرة الديون.

وقد وضع مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم 30(5/ 4) مجموعة من الضوابط لإجازة الصكوك. ولكن بعض الصكوك لا تتوافر فيها الشروط المطلوبة من قبل .

**الموضوع السادس : العقـــود المركـبة :**

المراد بالعقود المركبة : كل منتج مالي يتكون من أكثر من عقد بحيث تُعدّ الحقوق والآثار الناشئة منه بمثابة آثار العقد الواحد سواء كان الترتيب بين تلك العقود بصيغة الجمع ، أو التقابل[5] .

وقد عبر فقهاؤنا عن ذلك بالجمع بين عقدين وضربوا له أمثلة للجمع الجائز كالجمع بين الإجارة والبيع ، وللجمع غير الجائز كالجمع بين القرض والبيع[6] ، أو بيع الشيء نقداً بكذا ، ونسيئة بكذا في صفقة واحدة7 ، وكذلك بيع العينة[8] .

---

(5) يراجع في تفصيل ذلك : د. عبدالله العمراني : العقود المركبة ط. كنوز اشبيليا 1427هـ ص46 وما بعدها

(6) يراجع : السنن الكبرى للبيهقي (5/ 343) ونيل الأوطار (6/ 287-288) وتحفة الأحوذي (4/ 428) ومجموع الفتاوى لابن تيمية (29/ 61) وفتح القدير (6/ 447-446) والمقدمات لابن رشد (2/ 65) وروضة الطالبين (3/ 397)

(7) يراجع كتابنا: التورق المصرفي بين التورق المنضبط والتورق المنظم ط. دار البشائر الإسلامية ، ود. عبدالله العمراني المرجع السابق

(8) المصادر السابقة

ولتركيب العقود أسباب قد تكون مقبولة شرعاً ، مثل التقليل من المخاطر والتكاليف والتسويق ، وقد تكون غير مشروعة كالتاحيل على أحكام الشريعة أو الذريعة إلى الربا كالجمع بين القرض والبيع.

وليس بالضرورة أن يكون العقد المركب من عقدين جائزين شرعاً يكون مشروعاً بل قد يكون غير مشروع مثل الجمع بين عقد معاوضة ، وعقد سلف ، وقد تكون مشروعة ، كما أن هذه العقود التي تشكل عقداً واحداً قد تكون متجانسة مثل الجمع بين عقود المعاوضات المالية ، أو التبرعات المالية ، وحينئذ يكون الأصل فيها الجواز ، وقد تكون غير متجانسة بأن تكون متناقضة ، أو متعارضة مثل الجمع بين عقد البيع والقرض .

**ضوابط صحة العقود المركبة :**

يمكن ضبط العقود المركبة من حيث المشروعية والصحة ، بما يأتي :

1- أن لا يكون الجمع بين العقدين أو الأكثر منهياً عنه مثل النهي عن بيع وسلف.

2- أن لا يكون بين العقود المجتمعة تضاد وتعارض .

3- أن لا يُفضي التركيب إلى فعل محرم ، أو ترك واجب[9].

**تطبيقات العقود المركبة ، والحيل :**

إن للعقود المركبة تطبيقات كثيرة فهي موجودة في معظم المنتجات المالية الإسلامية مثل الإجارة المنتهية بالتمليك ، والمشاركة المتناقصة ، والبطاقات المصرفية بأنواعها الثلاثة ، والمرابحات المركبة وغيرها ، والذي يهمنا في هذا الموضوع هو التطبيقات التي تقوم على الحيل غير المشروعة ، منها :

1- اشتراط القرض في الصكوك-كما سبق - وبعض المنتجات المالية القائمة على المعاوضة المالية.

2- التورق المنظم - كما سبق -

3- المرابحة العكسية - كما سبق -

4- قلب الدين في الدين أو فسخه فيه[10] .

**الموضوع السابع : التوسع في الوعود الملزمة المنفردة أو المتقابلة:**

لم يكن للوعد الملزم في الفقه الإسلامي في العصور السابقة دور كبير ، فكان محصوراً في زاوية محددة عند بعض الفقهاء يخص الوعد بتبرع إذا ترتب عليه ضرر على الموعود له ، أو أن الموعود له قد أقدم على الفعل بسبب الوعد ، ولم يوجد القول بالوعد الملزم مطلقاً داخل المذاهب الأربعة ... [11] .

---

(9) المصادر والمراجع السابقة

(10) يراجع بحثنا عن : أحكام التصرف في الديون ، المنشور في الحقيبة الاقتصادية (6/ 240-179)

(11) المصادر والمراجع السابقة

أما اليوم فقد تضخم دور الوعد الملزم حتى تجاوز دور العقد، بل أصبح مفتاحاً لحلّ مشاكل لا يستطيع العقد حلّها، فيتم الالتجاء إلى الوعد ويُركَّب الحلّ عليه ، فأصبح الحلّ في حلّ مشكلة الصرف ، وتبادل العملات ، والذهب ، والصكوك ومعظم المنتجات المالية الإسلامية .

وأنا لست ضد الوعد ودوره المناسب مع حجمه، ولكن يجب أن يُضبط بضوابط، من أهمها :

(1) أن لا يُتخذ الوعد الملزم وسيلة للتحايل للوصول إلى فعل محرّم أو ترك واجب وحق .

(2) أن لا يتخذ الوعد الملزم بديلاً عن العقد من حيث الحقوق والالتزامات بل أن تبقى دائرة الوعد محصورة في المكملات.

(3) أن لا يكون في مقابله وعد ملزم آخر، وإلاّ أصبحت مواعد ملزمة، وهي محظورة ، لأنها تشبه البيع نفسه ، حيث يشترط عندئذ أن يكون البائع مالكاً للمبيع حتى لا تكون هناك مخالفة لنهي النبي صلى الله عليه وسلم (عن بيع الإنسان ما ليس عنده) ، وهذا ما نص عليه قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي قرار رقم 40-41(2/ 5 ، 3/ 5) [12] .

**الخلاصة مع بيان الحل الجذري :**

في رأيي المتواضع أن الحلول الجزئية الترقيعية لن تجدي لأنها تكون بمثابة علاج للعرض ولا تعدّ علاجاً للمرض نفسه .

لذلك أرى – والله أعلم– أن الحل الجذري يكمن في وضع خطة استراتيجية تستهدف تحقيق الأمور الآتية : وتنطلق منها ، وهي :

- الأمر الأول : إصلاح النظام القانوني المتعلق بالاقتصاد والصيرفة.
- الأمر الثاني : ضرورة الاعتماد على البعد المقاصدي بمكوناته الستة .

إن الحلّ الحقيقي الناجع لتطوير منتجاتنا ، ولتحقيق الاقتصاد العيني ، والتنمية الشاملة ، ولمنع الحيل وسدّ الذرائع المفضية إلى الفساد هو الاعتماد على البُعد المقاصدي الشامل المتكون من ستة مبادئ أساسية للعقود ، والمنتجات ، هي :

- المبدأ الأول : ضرورة مراعاة مقاصد الشريعة العامة عند إنشاء العقود .
- المبدأ الثاني : ضرورة مراعاة مقاصد الاقتصاد الإسلامي من الإنتاج والتبادل الحقيقي ، والتنمية الشاملة والتوزيع العادل ، وتعمير الأرض ، وتحقيق الاستخلاف والتنمية والحضارة.
- المبدأ الثالث : ضرورة مراعاة مقاصد الشريعة للعقد أي مقتضى العقد نفسه.

(12) الحديث رواه أبو داود بسنده ، الحديث 3503 والترمذي بسنده ، قال ابن العربي في عارضة الأحوذي (3/ 193) : ( حديث صحيح وصححه النووي في المجموع (20/ 529) وابن الملقن في البدر المنير (6/ 489) وغيرهما

- المبدأ الرابع : مقاصد المكلفين بحيث لا تكون متعارضة مع مقاصد الشرع العامة ، والخاصة بكل عقد ، وبهذه تنتفى الحيل.
- المبدأ الخامس: سدّ الذرائع والوسائل والآليات المفضية إلى الفساد .
- المبدأ السادس : فقه المآلات ، أي النظر في نتائج العقد ، وما يترتب عليه من آثار وهذا ما يسمى بالتحليل الاقتصادي.

فالواجب على الفقهاء أن يلتزموا في فتاواهم الخاصة بالعقود ، والصكوك ، والمنتجات بهذه المبادئ الستة.

وعندما تكون هناك ضرورات، أو حاجات ملحة فحينئذ يجوز ان نخرج عن أحد هذه المبادئ استثناء ، واللجوء إلى مبدأ رفع الحرج ، وقاعدة : الضرورات تبيح المحظورات ، وأن الحاجة العامة تنزل منزلة الضرورة ، ولكن مع مراعاة أن الضرورات أو الحاجات تقدر بقدرها ، وأن تبقى في دائرة الاستثناء ثم إن رعاية المبادئ الخمسة السابقة لا تتنافى مع فقه التيسير ، ورفع الحرج ، ولا مع التطوير ، بل تدفع نحو الإتقان والإبداع ، وتحقيق الاقتصاد الحقيقي البعيد عن الصورية والشكلية ، والحيل.

**الأمر الثالث : ضرورة تطوير نظام الملكية :**

ومن هذ التطبيقات :

أ- ملكية المنفعة أو الملكية النفعية في القانون الانجليزي التي تساعد كثيراً في تطوير الصكوك[13].

ب- ملكية الانتفاع في القانون الفرنسي التي لها بعض تطبيقات مقبولة شرعاً كما بيناها في بحثنا[14].

ج- الملكية المشتركة في العقارات المقسمة إلى شقق وطبقات ، ومحلات ، حيث إنه من المعلوم في فقهنا العظيم ، أنها تقوم على الملكية الشائعة العامة ، ولم تنظم ، فاليوم نظمت تنظيماً جيداً وأدخلت فيه بعض التعديلات والإجراءات وصدر بشأنها بعض القوانين .

د- تطوير الملكية المؤقتة ، والعهدة والأمانة ونحوها .

هـ- وهناك مقترحات أخرى للتطوير ، لا يسع المجال بحثها هنا.

**الأمر الرابع : ضرورة التفرقة بين ثلاثة أنواع من الأموال المتوافرة في البنوك الإسلامية :**

وذلك بالتفرقة بين (1) أموال المساهمين ، (2) وبين الودائع العامة ، (3) وبين الأموال التي يكون لأصحابها الاستعداد لتحمل المخاطر المقبولة في مقابل زيادة الأرباح.

**الأمر الخامس : ضرورة تطوير نظام الضمانات** إذا اتجهت البنوك الإسلامية نحو الاستثمارات المباشرة ، وإلى تحقيق مقاصد الاقتصاد العيني والنفعي .

---

(13) يراجع د. محمد علي القري ، الملكية النفعية ، بحث مقدم إلى المؤتمر التاسع لعلماء الشريعة إسرا ، نوفمبر 2014 ، وبحثنا المقدم إليه أيضاً في نفس الموضوع

(14) يراجع بحثنا حول ملكية الانتفاع القانوني المقدم إلى مؤتمر علماء الشريعة إسرا 2014م

**الموضوع الثامن : إدارة السيولة :**

فالذي يظهر لنا رجحانه هو أن إدارة السيولة تعنى القدرة على تحقيق التوازن بين الحفاظ على كمية السيولة المطلوبة للوفاء بالالتزامات ، ولسير العمل ، و بين استغلال السيولة وإشغالها في التمويل والاستثمار، فهذه السياسة المتوازنة ليست سهلة المنال وإنما تحتاج إلى استراتيجية مدروسة لإدارة السيولة تعتمد على جناحين مهمين:

الجناح الأول: وضع سياسة وقائية متزنة من الوقوع في أزمة السيولة .

الجناح الثاني : وضع ساسة عملية متزنة لإدارة السيولة من خلال القيام بموازنة شاملة لحاجة المؤسسة الى مقدار السيولة الذي يجب أن تحتفظ به للوفاء بالالتزامات الحالة ولسير العمل والاستجابة لحاجات عملائها مع القيام بدراسة شاملة لحاجة المؤسسة لمقدار الفائض الذي ينبغي للمؤسسة استثماره .

**الفرق بين السيولة في المؤسسات المالية الاسلامية والمؤسسات النقدية :**

والذي يظهر لي رجحانه هو ان السيولة في المصارف الاسلامية أخص من السيولة في البنوك النقدية وذلك لان الودائع ما عدا الحساب الجاري في البنوك النقدية كلها قروض مع فوائد في حين أنها أموال مستثمرة عن طريق المضاربة الشرعية في البنوك الاسلامية وبالتالي فإن تسييلها يحتاج الى تنضيض حقيقي بالتصفية أو بالتنضيض الحكمي ومن هنا فان المصرف المودع عنده(المضارب) ليس ملزماً برد الاموال الا حسب العقد وبعد التنضيض ولكن العرف المصرفي قد جرى بان المصارف الاسلامية لن تتأخر عن الدفع عند الطلب غير أن ذلك الحق ثابت لها شرعاً وقانوناً حسب العقد ولذلك فان الودائع الاستثمارية في المصارف الاسلامية لاتدخل في السيولة على وجه الحقيقية والفعل ولكنها ملحقة بها عرفاً وقوةً وواقعاً.

ومن هنا فان السيولة الفعلية في الاقتصاد الاسلامي هي توافرالنقود الكافية لمواجهة الالتزامات الحالة والمتطلبات الخاصة بسير العمل من العملات الموجودة في الخزنة أو في الحساب الجاري على اساس انه أمانة لدى البنك او قرض حال يجب رده عند الطلب ، ، وكذلك القروض الحالة ، أو القروض مطلقاً عند جمهور الفقهاء[15] ، وتلحق به الديون الناتجة عن العقود الآجلة ، وأما

(15) أي ما عدما المالكية ، حيث أن القرض عند جمهور الفقهاء لا يتقيد بتحديد الزمن ، لأن إحسان وتبرع ، ولا جبر في التبرع والإحسان ، وقد قال تعالى : ( مَا عَلَى الْمُحْسِنِينَ مِنْ سَبِيلٍ ) (سورة التوبة: من الآية 91) ، ولذلك للمقرض حق في مطالبة المقترض في أي وقت شاء ، في حين ذهب المالكية إلى أن المقرض يلزم بالمدة التي حددها إلاّ إذا سمح له المقترض ، حيث استدلوا بقول النبي صلى الله عليه وسلم : (المسلمون عند شروطهم ) رواه الترمذي (3/ 626) وقال : حديث حسن صحيح .

**يراجع للمزيد من التفصيل** : بدائع الصنائع (7/ 396) وحاشية ابن عابدين (4/ 170) ومبادرة على التحفة (2/ 388) وروضة الطالبين (4/ 34) والمغني لابن قدامة (6/ 431) ، ويراجع كذلك : الموسوعة الفقهية الكويتية (33/ 128 – 129 ) .

ومن المعلوم أن الفقهاء فرقوا بين الدين الذي ينتج عن العقود الآجلة ، حيث إن الاجل فيها لازم ، والقرض الحسن الناتج عن عقد القرض=

الودائع الاستثمارية في البنوك الاسلامية والديون المرجوة المؤجلة على الآخرين (الذمة المدينة) فهي في حكم السيولة لما ذكرناه بشأن الودائع في البنوك الاسلامية حيث إنها استثمارات وليست قروضاً ولا أمانات.

وتأتي بعدها في نظري الأوراق المالية المدرجة في البورصة من الاسهم والصكوك الاستثمارية (او السندات في الاقتصاد التقليدي) ومن هنا فان السيولة في الاقتصاد الاسلامي لها درجات:

*الدرجة الاولى*: العملات الموجودة في الخزنة والحساب الجاري وهي السيولة على سبيل الحقيقة والفعل ، ويلحق بها القروض الحسنة لدى الآخرين عند جمهور الفقهاء ، والديون الحالّة المرجوة.

*الدرجة الثانية*: الودائع الاستثمارية (التوفير ، والودائع : قصير الأجل ، ومتوسط الأجل، وطويل الأجل) .

*الدرجة الثالثة*: هى الأدوات المالية من الأسهم والصكوك (والسندات المشروعة ) بشرط أن تكون مدرجة فى البورصة، حيث إنهايسهل تسييلها و بالتالى فهي تدخل ضمن السيولة القابلة للتسييل حيث يمكن تحقيق ذلك بسهولة ويسر كما هو معروف .

*الدرجة الرابعة* : هي كل الأصول القابلية للتسييل بسهولة ، والقرض المؤجل عند المالكية، والديون المرجوة المؤجلة .

ومن جانب آخر فان السيولة أمر نسبي فاذا اشترطنا أن تكون السيولة متحققة بالفعل، فلا تشمل إلا النقود المتوافرة لدى الشخص، أو فى الحساب الجارى،او فى الحساب الذى يمكن السحب منه مباشرة، أمّا إذا عمّمنا المراد بها فإنها تكون شاملة للسيولة حكماً وبالقوة وبالتالي تكون لها الدرجات الثلاث السابقة، بل تشمل كل الأصول القابلة للتسييل.

**سيولة الجهاز المصرفي :**

هذا ما يتعلق بالسيولة لدى الأفراد ، أما سيولة الجهاز المصرفي فيقصد بها الفرق بين الموارد المتاحة له والأموال المستخدمة في مختلف أنواع الموجودات ضمن التوازن الذي تفرضه الأموال المصرفية المتعارف عليها وبالتالي فإن وفرة السيولة تعني وجود فائض في الأموال المتاحة عن قدرة المصرف على الاقراض وحينئذ يستثمر هذا الفائض في الأصول السائلة مثل الأوراق المالية أو على شكل أرصدة لدى المصارف أو حتى أرصدة عاطلة لدى البنك المركزي وهذا يعني ان الجهاز المصرفي إنما تتحقق له السيولة اذا كانت لديه القدرة على توفير الأموال لمواجهة الالتزامات التعاقدية ومتطلبات العملاء غير التعاقدية بأسعار مناسبة في جميع الأوقات وبذلك يمكن أن ينظر الى السيولة من خلال المفهومين الآتيين:

---

=وفي ضوء ما سبق فإن القرض مطلقاً إنما يكون ملحقاً بالنقود في السيولة عند الجمهور ، واما على رأي المالكية الملزمين فإن القرض المؤجل فإنه يأتي في درجة ثانية من حيث السيولة ، والله أعلم

- المفهوم الكمّي (Stock Concept) : ويقصد به كمية الأصول الممكن تحويلها الى نقد في وقت مّا.
- المفهوم التدفّقي (Flow Concept) : ويقصد به كمية الموجودات القابلة للتحويل السريع الى نقد بالإضافة الى ما يمكن الحصول عليه من تسديد العملاء لإلتزاماتهم، و من الودائع والأموال المشتراة.

**أهمية السيولة:**

مما لا يخفى أن للسيولة أهمية قصوى على جميع المستويات فبها تتحقق معظم متطلبات الحياة بعدما ضعفت فكرة المقايضة فى العصور الاخيرة ، و بها يتم الوفاء بالالتزامات ، و بها تتم التنمية والتطوير ، والبنية التحتية ، والمشروعات ، وغير ذلك.

**سلبيات السيولة :**

إن للسيولة سلبيات أيضا إذا لم تكن هناك حاجة إليها، مثل عدم القدرة على استثمارها الاستثمار المطلوب، حيث يضطر المصرف إما لعدم استثمارها أصلاً او استثمارها استثماراً غير مربح الربح المنشود و بالتالى تظهر النتائج في الأخير على شكل غير مرض[16] .

وفي هذة الحالة يظهر البنك على حالة غير مرضية أمام البنك المركزى ، و هيئات التصنيف، العملاء، وحينئذ يتأثر البنك تأثراً سلبياً ، لأن المودعين المستثمرين مع المصرف إذا لم يعط لهم الأرباح التنافسية فإنهم يتركونه، ويتجهون إلى المصارف الأخرى، ولاسيما في ظل وجود منافسة قوية للحصول على ودائع والاستثمارات ، إضافة إلى تأثر المصرف بذلك من حيث التصنيف و الجودة و غير ذلك.

ومن هنا فإن المسؤولين عن إدارة السيولة تقع عليهم مسؤولية كبرى لتحقيق التوازن المطلوب.

**أدوات تحصيل السيولة :**

إن أهم الأدوات المالية النقدية لإدارية السيولة تكمن فيما ذكرناه فيما سبق ، وهي : الحساب الجاري ، والودائع ، والأسهم والصكوك الإسلامية .

وأما العقود المالية غير النقدية لإدارة السيولة فهي : الاستصناع والاستصناع الموازي ، والسلم والسلم الموازي[17] حيث انهما يحلاّن مشاكل السيولة لدى أصحاب المصانع ، والمقاولات والموازع ونحوها .

---

(16) المراجع السابقة

(17) يراجع تفصيلها في بحثنا عن الاستصناع بين اللزوم والجواز ... بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته السادسة 1412هـ ، وبحث السلم المقدم إلى ندوة البنك الأهلي 1430هـ وبحثنا عن التورق المقدم إلى المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي

كما يمكن الاستفادة من عقد السلم لتمويل العجز في ميزانية الدولة ، وذلك بأن تبيع الدولة المنتجة للبترول كميات موصوفة في الذمة إلى آجال عديدة بأثمان معجلة إلى البنوك الإسلامية مثلاً ، ثم تقوم البنوك الإسلامية بعقد السلم الموازي مع طرف ثالث تصبح هي : مسلماً إليها ، وذلك بأن تبيع سلماً كميات مماثلة للنفط الذي أسلم فيه بنفس المواصفات السابقة بثمن معجل يزيد على الثمن السلم الأول ، ثم تتم التسوية بين الصفقتين دون الربط بينهما[18] .

ويمكن أن تتم هذه العملية من خلال صكوك السلم الخاص بالبترول مثلاً .

وفي نظري إن كانت هناك صنعة فصكوك الاستصناع أكثر مرونة وسعة ، حيث لا يشترط فيها تسليم الثمن في المجلس أو حسب رأي مالك في السلم ، ولكن إذا لم تكن هناك صنعة فالحل هو صكوك السلم.

وكذلك الحال في المرابحة للآمر بالشراء ، والتورق المنضبط بضوابط الشرع ، والإجارة مع الوعد بالتمليك ، بالإضافة إلى جميع أنواع الصكوك الاستثمارية الشاملة لصكوك الإجارة ، والمضاربة ، والمشاركة ، والاستصناع ، ونحوها .

ولكن أهم الوسائل لإدارة السيولة تتحقق من خلال الأسواق الإسلامية (البورصات) الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية من خلال الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية ، فإن البورصة الإسلامية تعتمد على جميع العقود الشرعية (القديمة والجديدة) في تعاملها ، وتعتمد على الموجودات (الاقتصاد العيني) من السلع والخدمات والحقوق المالية الحقيقية ، وهي قادرة على توفير أدوات طويلة المدى ، أو قصيرة ، أو متوسطة لإدارة السيولة من خلال تداول الأسهم والصكوك والمحافظ الاستثمارية ، كما أنه يمكن استعمال عقود جيدة في مجال السيولة مثل السلم والاستصناع، والتورق المنضبط[19] .

**أهمية الأسواق المالية الإسلامية (البورصات) لتحقيق السيولة وضرورة تطويرها ، والاكثار من الصكوك المنضبطة :**

إن الأسواق المالية (البورصات) لإدارة السيولة بمثابة الرئة للإنسان حيث بهما يتحقق الشهيق والزفير وهكذا المؤسسات المالية الإسلامية تحتاج إلى الأسواق المالية الإسلامية التي تتوافر فيها كميات كبيرة من الأسهم المشروعة ، والصكوك والوحدات الاستثمارية القابلة للتداول ، لذلك تقع

(18) يراجع : د. نزيه حماد : بحثه عن السلم ، المنشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، ع9 ج1 ص606

(19) يراجع : بحثنا حول البورصة من منظور إسلامي ، وبحثنا حول : التطبيقات العملية لإقامة سوق بورصة إسلامية ، المنشوران في مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي

على الدول الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية مسؤولية تطويرها ، وتنويع منتجات إسلامية تتوافر فيها شروط التصنيف العالمي من حيث الجودة والاتقان والشفافية والربح الجيد[20] .

**أهم ضوابط إدارة السيولة :**

إن أهم الضوابط لمشروعية الأدوات السابقة أن لا تتضمن الفائدة المحرمة ، ولا أمراً غير مشروع ، وأن تتوافر فيها أركان العقد وشروطه .

**المسعف الأخير في حالة العجز ، والبديل الشرعي :**

تسمى الجهات الرقابية أو البنوك المركزية بالمسعف الأخير للبنوك في حالة عجز السيولة وحاجتها إلى السيولة ، حيث تقوم هذه الجهات بتوفير السيولة المطلوبة ولكن بفائدة ربوية ، وهنا مفترق الطرق ، حيث لا تستفيد من هذا الاسعاف البنوك الإسلامية في حين أن البنوك التقليدية تستفيد من ذلك .

ومن هنا فالعدالة تقتضي أن تسعى هذه الجهات الرقابية لتوفير السيولة للبنوك الإسلامية عن طريق أحد العقود الشرعية، من مرابحة، أو كالة باستثمار، أو نحو ذلك من العقود الشرعية، وكذلك الأمر في حالة وفرة السيولة لدى البنوك التقليدية فإنها تودعها لدى البنوك المركزية بفائدة ولو لليلة واحدة – كما سبق –.

وهنا أيضاً تحرم البنوك الإسلامية من استغلال سيولتها لمدد قصيرة عن طريق البنوك المركزية، ومن هنا فالعدالة تقتضي أن تتعامل البنوك المركزية مع البنوك الإسلامية عن طريق أحد العقود الشرعية المحققة للغرض للطرفين، مثل عقد المضاربة سواء أكانت مباشرة أو عن طريق جهة أخرى ، أو عن طريق الوكالة بالاستثمار ، ونحوها .. .

**المقارنة بين المخاطر والعوائد في أدوات السيولة النقدية :**

بالنسبة للأدوات الإسلامية فإن هناك علاقة متلازمة بين العوائد والمخاطر ، ولذلك تحسب الأرباح في السلم أكثر من البيوع العادية ، ولكن بشرط أن لا يصل ذلك إلى حدّ الاستغلال للحاجة، أو الغبن الفاحش .

ومن جانب آخر فإن جميع الأدوات الإسلامية لإدارة السيولة تعتمد على العقود الحقيقية الواقعة على المعقود عليه الموجود حالاً ، أو مآلاً ، وبالتالي فتكون المخاطر أقل ، حيث الأصول من السلع والخدمات والحقوق الحقيقية تكون موجودة ، ولذلك فإذا وقعت الخسائر فتكون نسبة نزول قيمة السلعة ، أو الخدمة ، واما الأدوات التقليدية فتعتمد على الائتمان والديون وملاءة الشخص

---

(20) يراجع لمزيد من التفصيل : بحثنا حول : البورصة من منظور الفقه الإسلامي ، والتطبيقات العملية لإقامة بورصة إسلامية ، المقدمين لمجمع الفقه الإسلامي الدولي

المدين، ومن هنا فإذا حدثت أزمة تكون مؤثرة وخطيرة ومؤدية إلى الافلاس في الغالب كما تبين ذلك من خلال الأزمة المالية العالمية[21] .

**دور الدولة (البنك المركزي) في إدارة السيولة :**

إن دور الدولة بصورة عامة ، والبنك المركزي فيها بصورة خاصة دور مركزي جداً ، في توفير السيولة وإدارة السيولة على مستوى الدولة والقطاع العام ، وكذلك على مستوى القطاع الخاص ، وذلك لأن البنك المركزي (مؤسسة النقد) هو الذي يدير السياسة النقدية في البلد من حيث الإصدار ، ومن حيث العرض والطلب الكلي ، ومن حيث الفوائد أو نسبة الأرباح.

فالسياسة النقدية الرشيدة هي السياسة الناجحة المدروسة للدولة ، والقائمة على التخطيط والموازنة ، وملاحظة السوق ، والتضخم والافلاس والانكماش ، والسعي الدائب لتحقيق التوازن لمستوى السيولة المتداولة ، أو الداخلة ، أو الخارجة بشكل شهري بل اسبوعي ، ويومي ، وهذا لا يتحقق إلاّ من خلال إدارة ناجحة لديها الكفاءة العالية ، والقدرة على الحصول على المعلومات أولاً بأول لحركات السيولة ، وذلك عن طريق التقارير الجديدة المبتكرة من حيث التحاليل المبينة حركة السيولة في البنوك ، وفي الأسواق (البورصات) والمحافظ الاستثمارية ، مع الاحتياجات المطلوبة .

ويجب أن تبتعد الدولة (البنك المركزي) عن التخمينات والقراءات العشوائية ، وأن تعتمد على لغة الأرقام بكل شفافية ، وتحويل كل المعطيات السابقة إلى لغة رقمية دقيقة لا تدع مجالاً للتأويلات والشائعات التي تضر بالدولة والمؤسسات المالية .

ومن جانب آخر فإذا استقرت مصداقية البنك المركزي من خلال تقاريره الدقيقة الشفافية الصادقة فإنه يترتب عليه سايكلوجية متوازنة للمتعاملين مع الأسواق ، والسيولة ، والمحتاجين إليها، وهذا البيان والوضوح ، والشفافية مطلوب في الإسلام من خلال نصوص كثيرة أوجبت البيان التام بكل ما يتعلق بالسوق ، ومحل العقود والمتعاملين فيها .

ومن الإجراءات العملية بالإضافة إلى ما سبق أن يقوم البنك بوضع سياسة إجرائية تؤدي إلى استغلال تعطل حركة السيولة أو تباطؤها إلى تحقيق الاستقرار النقدي والمالي ، ومواجهة التضخم ، واستغلال فوائض السيولة لتوجيهها إلى المشاريع التنموية وذلك باستعمال مؤشرات الربح في المرابحة والتمويل (أي البديل لمؤشر اللايبور في النظام الربوي) لتحقيق بعض هذه الأهداف ، حيث إن رفع تكلفة الائتمان يؤثر على المشاريع الكبرى ، وفي مشاريع البنية التحتية ، بل وفي المشاريع التنموية ، بالإضافة إلى التقليل من التمويل الاستهلاكي ، والتوازن أيضاً في طرح الأدوات النقدية المباشر لإدارة السيولة[22] .

---

(21) يراجع : كتابنا حول : الأَزْمَةُ المَالِيَّةُ العَالَمِيّة دراسة أسبابها وآثارها ، ومستقبل الرأسمالية بعدها علاجها من منظور الاقتصاد الاسلامي وكيفية الاستفادة منها في عالمنا الاسلامي ط. دار البشائر الإسلامية ببيروت 2009م

(22) يراجع : د. خالد الخاطر : الأزمة المالية ، ورقته المقدمة إلى ندوة : حوار الأديان بالدولة 2001م

وهنا يأتي دور الدولة في تحقيق هذا التوازن في إدارة السيولة من خلال استعمال مؤشر الربح والمرابحة زيادة ونقصاناً ، كما أن قانون العرض والطلب له دور في تحقيق التوازن إذا تدخلت الدولة بتوازن ودقة دون إفراط ولا تفريط ، فقد ذكرت كتب التأريخ أن الخليفة هارون الرشيد كان يأمر بشراء الحبوب (الطعام) في الصيف وتخزينها في سنابلها ، وفي الشتاء كان يراقب السوق ، فإذا وجد أن السوق قد ارتفعت فيها الأسعار تدخل بطرح كميات مناسبة لإعادة التوازن إليها ، وهكذا .

**مدى حاجة البنوك الإسلامية إلى بنك مركزي إسلامي يدير لها السيولة :**

نرى بعد هذه الدراسة أن إدارة السيولة تحتاج إلى سياسة مالية نقدية متزنة ، وبالتالي فإن للدولة من خلال بنكها المركزي دوراً كبيراً ـ كما سبق ـ .

وبما أن البنوك المركزية في عالمنا الاسلامي لا زالت تعتمد على الآليات والأدوات الرأسمالية ، وبخاصة نظام الفائدة ، وحرية السوق ، وبما أن البنوك الإسلامية بلغت المئات وتستثمر أكثر من تريليون دولار فإنها بحاجة إلى بنك مركزي لكل هذه المؤسسات المالية الإسلامية يكون من أهم أدواره ما يلي :

1. وضع سياسة نقدية ومالية لإدارة السيولة في المصارف الإسلامية ، بل في جميع المؤسسات المالية الإسلامية ، حيث كان في فترة من الفترات لديها فائض سيولة ، كما أن لدى بعضها فائض سيولة ، ولدى بعضها الآخر عجز او نقص فيها ، فكل ذلك يقتضي وجود بنك مركزي يدير هذه الأمور في من الفائض ، والعجز ، وسياسة راشدة ، وخطة واضحة ، واستراتيجية بعيدة المدى .
2. تنشيط السوق الأولية من خلال البحث عن فرص الاستثمار وتطوير الأفكار ، ودراسة جدواها ، ومن ثم تطوير مشاريع ثم طرحها ، وهذا ما يسعى إليه المجلس العام للمؤسسات المالية والبنوك الإسلامية من خلال إنشاء بنك ضخم يلعب دوره ( من خلال رأسماله الذي يبلغ مائة مليار دولار كأسهم استثمار عام ضمن رأسمال كلي متغير ، يستطيع البنك أن يلعب دوراً مهماً في طرح أدوات قصيرة الأجل متوافقة مع الشريعة ليتم تداولها في سوق ما بين البنوك ، كما أنه سيلعب دور صانع السوق من خلال تخصيص 35٪ من أموال البنك لعملية التعهد بالشراء ، وهو ما سيضبط حركة التداول ، وبالتالي سيتولى مسألة سد الثغرات في إدارة السيولة)[23] .
3. تنشيط السوق الثانوية الإسلامية (البورصة) من خلال طرح أدوات مالية مشروعة مثل الأسهم ، والصكوك والوحدات الاستثمارية ، ويبدو عدم وجود مثل هذه الأسواق بصورة

---

(23) هذا ما ذكره الأمين العام للمجلس العام للبنوك والمؤسسات الإسلامية، الدكتور عزالدين خوجة، انظر: http://www.ifwatch.com/articlesdtails.asp?key=36

كافية ، فإن نسبة السيولة في البنوك الإسلامية أكثر من مثيلاتها في البنوك التقليدية بنحو 9.45٪[24] وذلك أن المؤسسات الإسلامية لا تستطيع الاقتراض بفائدة ، ولا الاستثمار بفائدة عن طريق البنوك المركزية التي تتيح الاستثمار الليلي بفائدة ولو لليلة واحدة .

4. السعي الحثيث لايجاد أدوات نقدية ومالية مختلفة الأزمان من قصيرة ، وطويلة ، ومتوسطة الأجل .
5. وضع خطة استراتيجية لتحقيق مقاصد الشريعة في إنشاء هذه البنوك والمؤسسات المالية من التعمير والتنمية الشاملة من خلال العقود والأدوات النقدية والمالية المتنوعة التي تحقق مختلف الأغراض ، وعلى العقود التي تحقق المشاركة بجميع أنواعها .
6. السعي الحثيث للخروج من العقود الصورية والشكلية ، والمعاملات التي لا تحقق التنمية الشاملة لأمتنا الإسلامية بشكل متدرج مدروس .
7. السعي لايجاد مؤشر يعتمد على الربح والمرابحة وليس على الفائدة كما هو الحال اليوم ، حيث يعتمد الجميع على معيار " لايبور " .
8. وضع سياسة إعلامية وتوعوية لتشجيع الادخار والاستثمار بطرق إسلامية ، وتثبيت ثقافة التجارة الإسلامية في النفوس .
9. ضرورة اتباع استراتيجية فاعلة ، وشاملة لإدارة السيولة لتشمل إدارة سيولة الأصول ، وإدارة سيولة الالتزامات ، والإدارة المتوازنة للسيولة ، وبسبب افتقار الصناعة المالية الإسلامية إلى البنية التحتية الملائمة للسيولة لسبب غياب الأسواق الثانوية الإسلامية فإن معظم المصارف الإسلامية تتبع إدارة سيولة الأصول[25] ، مع أن المفروض أن يستفيد منها جميعاً بشرط ضبطها بالضوابط الشرعية ، كما من الأفضل اتخاذ استراتيجية خاصة بها تجمع خيرات الاستراتيجيات الثلاث ، وتدرأ مفسادها وأخطارها وأخطاءها .

**الموضوع التاسع : بعض المقترحات العملية :**

(1) تعاون المؤسسات المالية الإسلامية بجميع أنواعها على إيجاد سوق تجارية تقوم على الضوابط الشرعية لتبادل السلع بين البلاد الاسلامية بديلاً عن سوق السلع الدولية ، تنفيذاً للتوصية الخامسة في قرار رقم (76(7/ 8) لمجمع الفقه الإسلامي الدولي.

وقد بذل البعض بعض الجهود لإيجاد سوق إسلامية بديلة في بعض الدول العربية والإسلامية ، وسماها بها ، ولكنها – مع الأسف الشديد– في حقيقتها تعتمد كذلك على البورصات العالمية مثل بورصة لندن ، وإنما زادوا اسماً وعنواناً ، وواجهة وزيادة في الرسوم،

(24) هذه الدراسة أجراها الدكتور عمر كمال على عشر مؤسسات إسلامية في الخليج وماليزيا ، انظر : الموقع السابق نفسه

(25) يراجع : نفس الدراسة السابقة

فلا يتحقق فيها القبض ولا تؤدي إلى أي تنمية ، ولا تبادل حقيقي بين السلع والخدمات، وإنما في جوهرها (درهم بدرهم بينهما حريرة) وحتى الحريرة لا يمكن قبضها أو لا يراد أبداً قبضها.

وقد تحققنا من إحدى الأسواق التي سميت بالسوق الإسلامية فوجدناها كما ذكرت آنفاً، والله المستعان.

(2) توجيه فائض السيولة لخدمة أهداف التنمية في العالم الإسلامي بالتعاون بين البنوك الإسلامية من خلال توزيع الأدوار وتحريك الأموال بين الدول الإسلامية لدعم صناديق الاستثمار المشتركة لتحقيق التنمية الشاملة، وإنشاء المشاريع المشتركة. تنفيذاً للتوصية السادسة في قرار رقم (76(7/ 8) لمجمع الفقه الإسلامي الدولي.

(3) دعوة الحكومات الإسلامية للتعاون البنّاء في تحقيق التوصيتين السابقتين وتسخير إمكانياتها لتنفيذهما على أرض الواقع حيث فيهما خير كثير لأمتنا الإسلامية .

(4) إنشاء محفظة استثمارية كبيرة متنوعة، قائمة على التقييم اليومي لوحداتها من خلال الخبراء حتى يمكن شراؤها ، ثم بيعها بصورة سلسلة على أن توجه هذه المحفظة لتحقيق التنمية الشاملة.

هذ والله أعلم بالصواب ، وإليه المرجع والمآب

**وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين**

وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم

كتبه الفقير إلى ربه

**علي محيى الدين القره داغي**



# السـوق المـاليـة الإسلامية المـوحّدة
## " تحديات ومقومات "

أ.د. أشـرف محمد دوابـّه - مصـر
أستاذ التمويل والاقتصاد الإسلامي بجامعة إسطنبول صباح الدين زعيم- تركيا
ورئيس الأكاديمية الأوربية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي)

بسم الله الرحمن الرحيم

**ملخـص:**

**يسعي هذا البحث إلى الوقوف على منافع، وتحديات، ومقومات إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة، وتفعيل دور منظمة التعاون الإسلامي في هذا الشأن.**

**مقدمـة:**

تعتبر الأسواق المالية قاعدة رئيسة للنمو الاقتصادي، ومرآة للاقتصاد القومي، فهي تيسر تداول الأوراق المالية المعبرة عن الأصول، والوسيلة الفعالة في تحريك المدخرات إلى قنوات الاستثمار، وبقدر كفاءة هذه الوظيفة وملاءمة الأوراق المالية لحاجات السوق بقدر ما يتم التخصيص الأمثل للموارد ، وبقدر ما يجعل تحركات الموارد المالية من مختلف الاستخدامات رشيدا، وخصوصا إذا استرشدت بالأرباح وتوقعاتها.

**مشكلة البحث :**

يكشف واقع الأسواق المالية في الدول الإسلامية حداثة عدد من هذه الدول بإنشاء بورصات للأوراق المالية، ورغم ذلك فإنها قطعت شوطا ليس هينا خلال السنوات القليلة الماضية من أجل تطوير أسواقها المالية.

وفي ظل ما يشهده العالم من تغيرات مالية، وتزايد وتنوع المتغيرات الدولية التي تفرض عولمة النشاطات المالية والخروج من سيطرة الاعتبارات القطرية، ظهرت حاجة ملحة لإنشاء سوق مالية إسلامية موحدة، لتتمكن هذه الدول من مواكبة الركب العالمي في هذا المجال، وتحقيق الوحدة المالية فيما بينها لاسيما في ظل عجزها عن تحقيق التكامل الاقتصادي المأمول.

**فروض البحث :**

يسعى البحث إلى اختيار مدى صحة الفرض التالي:

رغم التحديات التي تواجه الدول الإسلامية لإنشاء سوق مالية إسلامية موحدة فإنها تملك من المقومات ما يمكنها من إنشاء وتفعيل هذه السوق.

**أهداف البحث:**

يهدف هذا البحث إلى الوقوف على مقومات وتحديات إنشاء سوق مالية إسلامية بصورة تمكن من ميلاد هذه السوق وتطويرها وتفعيلها، لاسيما في ظل غياب الوحدة الاقتصادية الإسلامية، في عالم تسود فيه المصالح والتكتلات الاقتصادية.

**أهمية البحث:**

تبدو أهمية البحث من كونه يسعى إلى الاستفادة من آفاق التوافق وعوامل الوحدة بين الأسواق المالية الإسلامية بصورة تمكن من إنشاء وتفعيل وتطوير سوق مالية إسلامية موحدة، تعمل على تشجيع حركة انتقال رءوس الأموال بين الدول الإسلامية، والمساهمة في استعادة الأموال المستثمرة في الخارج، وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، وتوفير مصادر التمويل اللازمة للمشروعات الإنتاجية ، وتدعيم التجارة البينية الإسلامية، وفتح المجال لتحقيق التكامل الإسلامي الشامل والمأمول، وخاصة وأن الدول الإسلامية تملك من مقومات التكامل والتوحد ما لا يملكه غيرها.

**منهج البحث :**

يعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي وهو ما يتفق مع طبيعة موضوعه وأهدافه.

**خطة البحث :**

يتناول البحث المقدمة سالفة الذكر، إضافة إلى الوقوف على مفهوم الأسواق المالية، ومنافعها، وتحدياتها، ومقوماتها، وإنشاء سوق مالية إسلامية موحدة، وتفعيل دور منظمة التعاون الإسلامي في هذا الشأن، وينتهي البحث بخاتمة تتضمن أهم ما توصل إليه وتوصياته.

**الكلمات الافتتاحية:** سوق رأس المال – سوق النقـــد – سوق الأوراق المالية.

**1- مفهوم الأسواق المالية :**

تمثل الأسواق المالية مكان التقاء عرض الأموال من خلال المدخرين؛ بالطلب عليها من خلال المستثمرين، ويتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية. وهى تنقسم إلى نوعين رئيسيين:

أولاهما: **أسواق النقد Money Markets :** وفيها يتم إصدار وتبادل الأدوات المالية قصيرة الأجل التي تكون مدة استحقاقها أقل من سنة، مثل أذون الخزانة ، والكمبيالات المصرفية ، والأوراق التجارية ، وشهادات الإيداع القابلة للتداول، ونحوها.

وثانيها: **أسواق رأس المال Markets Capital** : وفيها يتم إصدار وتبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة؛ مثل الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية. وتنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى سوقين:

الأول: أسواق الإصدار أو الأسواق الأولية: Primary Markets وتمثل سوق الإصدارات الجديدة التي تسوق من خلالها الأدوات المالية لأول مرة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها.

والثاني: أسواق التداول أو الأسواق الثانوية: Secondary Markets ويتم التعامل فيها على أوراق مالية سبق إصدارها أو طرحها للاكتتاب من قبل، فمحلها استثمار قائم من قبل وليس استثماراً جديداً.

**2-منافع إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة:**

تعد سوق رأس المال من أهم الأسواق التي تركز التكتلات الاقتصادية على تحقيق التكامل فيما بينها إلى جانب أسواق السلع والخدمات وأسواق العمل، ورغم تأخر الدول الإسلامية في تحقيق التكامل في أسواق السلع والخدمات، وكذلك أسواق العمل الإسلامية فإن هذا لا يحول بينها وإنشاء سوق مالية إسلامية موحدة، تمكنها من إصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية فيما بينها، لما في ذلك من العديد من المنافع وفي مقدمتها:

أ- ترسيخ مفاهيم التعاون والتضامن الاقتصادي بين الدول الإسلامية، والخروج من نطاق الفردية إلى استراتيجية العمل الجماعي من أجل المنافسة والبقاء، وبخاصة وأن عوامل الاتفاق بين الدول الإسلامية أكثر من أي عوامل اختلاف.

فإقامة سوق مالية إسلامية موحدة يمكن أن يكون نواة للتعامل الجماعي الإسلامي وإقامة السوق الإسلامية المشتركة التي أصبحت ضرورة ملحة لمواجهة المتغيرات الاقتصادية الدولية والإقليمية المتلاحقة، ممثلة في تطورات الانفتاح التجاري على الأسواق العالمية في إطار منظمة التجارة العالمية وتعاظم أهمية ودور التكتلات الاقتصادية في عصر العولمة الذي لم يعد فيه مكانا للكيانات الصغيرة.

ب- تدعيم الاقتصاديات الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، مما يسهم في بناء اقتصاد إسلامي، وبالتالي القضاء على التبعية الاقتصادية وقرينتها التبعية السياسية التي تعاني منها العديد من البلدان الإسلامية في وقتنا الحاضر، ومن ثم المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي.

ج- مساندة جهود التنمية في البلاد الإسلامية من خلال إشراك الشعوب الإسلامية في التنمية، مما ينمي السلوك الادخاري وكذلك السلوك الاستثماري بصورة رشيدة، ويسهم في تحقيق أفضل استخدام ممكن للموارد الاقتصادية الإسلامية. إضافة إلى تطوير أداء التجارة البينية للدول الإسلامية التي تتراوح نسبتها غالبا ما بين 10-12٪[1] وإن ارتفعت هذه النسبة لتصل في العام 2017م إلى نسبة 20٪[2].

د- الإسراع في تنشيط الاقتصاديات الإسلامية وحمايتها من آثار الركود والتباطؤ في معدلات النمو.

إضافة إلى توفير التمويل اللازم للحكومات والمؤسسات والأفراد سواء على المستوي الفردي أو الجماعي الإسلامي المشترك وذلك بالنسبة للمشروعات المشتركة بين الدول الإسلامية والتي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لا يمكن توفيرها في دولة واحدة، لا سيما من خلال الاستفادة من دور الصكوك الإسلامية في ذلك.

هـ- استعادة توطين رؤوس الأموال الإسلامية المستثمرة في خارج أسواق المال الإسلامية، حيث تقدر الأموال العربية المستثمرة في الخارج وحدها بنحو 700 مليار دولار، والنتيجة الحسابية البسيطة تشير إلى أن كل دولار عربي واحد جرى استثماره في الوطن العربي يقابله ما يقارب من 60 دولار جرى توظيفها في الأسواق المالية الدولية(3)، وتقدر الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج بنحو 800 مليار دولار أمريكي إلى 1.3 تريليون دولار أمريكي(4).

و- حرية حركة الأموال بين الدول الإسلامية، وبخاصة وأن هذه الحركة مازالت متواضعة جدا، - فعلى سبيل المثال لا تشكل حركة الأموال الإسلامية بين الدول الإسلامية أكثر من 5% من الأرصدة الإسلامية المغتربة في أسواق المال العالمية- مع أن كثيرا من الدول الإسلامية فتحت الباب على مصراعيه للاستثمار الأجنبي وقامت بتعديلات تشريعية لجذب المزيد من ذلك الاستثمار في الوقت الذي يتفاقم فيه العجز في الموارد وترتفع المديونية الخارجية لمعظم الاقتصاديات الإسلامية(5). علما بأن رأس المال الإسلامي كفيل بتلبية الاحتياجات الاستثمارية في الدول الإسلامية.

ز- إيجاد وتطوير الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول، وبخاصة في ظل الطلب المتزايد عليها حيث تنمو بمعدل 15 % سنويا(6)، إضافة إلى تفعيل عملية التداول بين الأسواق المالية الإسلامية مع رفع مستويات الشفافية والإفصاح في هذه الأسواق.

ح- توفير دفعة قوية لفعاليات وأنشطة البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في أنحاء مختلفة من العالم بإتاحة العديد من الفرص الاستثمارية أمامها، مما يساعدها في إدارة سيولتها اليومية، ويؤهلها إلى منافسة متكافئة مع نظرائها من المصارف التقليدية.

### 3-تحديات قيام سوق مالية إسلامية موحدة :

رغم المكاسب التي ستعود على الاقتصاديات الإسلامية من قيام سوق مالية إسلامية موحدة، فإن هناك من التحديات ما يقف حائلا دون قيام هذه السوق. ويمكن إيجاز هذه التحديات فيما يلي :

أ- اختلاف القوانين والتشريعات وأنظمة التداول والمقاصة والتسوية التي تحكم عمل البورصات في الدول لإسلامية. وهو ما يعني ضرورة توحيد هذه القوانين والتشريعات والأنظمة، وبما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية في المقام الأول.

ب- ضيق نطاق السوق في معظم البورصات في الدول الإسلامية ممثلا في انخفاض عرض أدوات الاستثمار المالي وضآلة الطلب عليها. وكذلك تركز عمليات التداول في عدد محدود من

الأسهم، وهو ما يعني انخفاض نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول. فضلا عن وجود قيود على إصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية، وعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة، وهو ما يضع قيودًا على المستثمرين لتنويع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطر.

ج- اختلاف النظم والهياكل الاقتصادية الإسلامية، وغياب الإرادة السياسية، إضافة إلى وجود اختلافات بين بعض الأنظمة الإسلامية، وتفضيل بعض الدول الإسلامية التعاون الثنائي أو شبه الإقليمي على حساب التعاوني الإسلامي المشترك- فهناك أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في منظمة التعاون الإسلامي داخلة في ترتيبات تجارية إقليمية ومنظمات أخرى- فضلا عن التبعية بصورة أو بأخرى للقوى الدولية.

د- تفاوت مستوى النمو الاقتصادي والثروات في الدول الإسلامية، وكذلك تفاوت عمق تجارب هذه الدول في مجال البورصات وأسواق المال، فما زال هناك بورصات مغلقة، لا تسمح لغير مواطنيها بتملك أسهمها، في حين أنه إذا لم يكن يوجد قيد متبادل للأسهم بين البورصات فلا مجال لقيام بورصة موحدة.

هـ- عدم توافر الوعي الكافي لدى المستثمرين في الدول الإسلامية بنظام القيد والتداول في البورصات المختلفة، وكذلك خوفهم من المخاطرة في ظل ضعف العديد من البورصات.

و- انخفاض رأسمال الشركات الإسلامية المصدرة للأسهم وضعف ملاءتها المالية مقارنة بما عليه الحال في الشركات الأجنبية الموجودة في البورصات العالمية. إضافة إلى انخفاض الملاءة المالية لشركات الوساطة في الأوراق المالية والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية رغم أهميتها لتبادل تنفيذ الصفقات بين المستثمرين في الدول الإسلامية.

ز- انخفاض حجم الاستثمارات الإسلامية في أسواق المال، وعدم وجود عملة موحدة أو أسلوب نقدي موحد للتسوية، فضلا عن ضعف أنظمة التحويلات المصرفية بين المصارف في البلدان الإسلامية رغم أهمية ذلك لسرعة تحويل الأموال الناتجة عن صفقات الشراء والبيع في البورصات.

ح- تدني مستوي التكنولوجيا وأنظمة الحاسب الآلي المطبقة في عدد من الدول الإسلامية، مما يعيق من عملية الربط الآلي بين البورصات والشركات المنفذة لعمليات التداول.

ط- وضع عدد من الدول الإسلامية معوقات أمام حركة رؤوس الأموال والاستثمارات الوافدة منها وإليها بشكل عام، فضلا عن عدم ثقة كبار المستثمرين من المسلمين وتخوفهم من استثمار أموالهم في الدول الإسلامية، وتفضيلهم غالبا توجيه هذه الأموال للاستثمار خارج هذه الدول.

**4-مقومات إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة :**

رغم التحديات سالفة الذكر إلى أن ذلك لا يحول دون اتخاذ خطوات فعلية لقيام سوق مالية إسلامية موحدة في الوقت الراهن اعتمادًا على أن التنسيق في مجال أسواق المال يمكن أن يكون أكثر سهولة من التنسيق في مجال حركة السلع والعمالة، وأن النجاح في هذه الخطوة سيعطي دفعة للتعاون في المجالات الأخرى، وبخاصة وأن العديد من الدول الإسلامية مازالت تتوالى في القيام بالعديد من الإصلاحات في مجال حركة رؤوس الأموال.

كما أن واقع البورصات في الدول الإسلامية يعتبر المؤشر الحقيقي لإمكانية قيام سوق مالية إسلامية موحدة من عدمه، فإذا كان الواقع يكشف هذه التحديات فإنه في الوقت نفسه يكشف عن العديد من عوامل الاتفاق إضافة إلى العديد من المقومات التي تمثل بنية أساسية لقيام سوق مالية إسلامية موحدة. ويمكن إيجازها فيما يلي:

أ- معظم الأسواق لا تجيز تداول الأوراق المالية إلا من خلال وسطاء مخولين بذلك، وضرورة حصولهم على موافقات مسبقة قبل مزاولة المهنة.

ب- حدثت تطورات مؤسسية وتشريعية إيجابية في أسواق الدول الإسلامية، حيث واصلت العديد من الدول الإسلامية جهودها لجذب المستثمرين للاستثمار فيها، وتم تعديل وتطوير قوانين الاستثمار بما يوائم ذلك، كما اهتمت هذه الدول بتحسين شروط الإفصاح المالي.

ج- حدثت تغييرات هيكلية في القطاع المالي على أساس دعم الملكية الخاصة، وانتشرت برامج الخصخصة في العديد من الدول الإسلامية وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة كأحد مقومات الإصلاح الاقتصادي، وهو ما يؤكد الإجماع على ضرورة توسيع قاعدة الملكية وطرح كميات متزايدة من أسهم المشروعات للاكتتاب العام داخليا وخارجيا، وهو ما يمثل موردا مستمرا يمد سوق رأس المال بحاجتها من الأوراق المالية لسنوات قادمة.

د- الظروف الاقتصادية في معظم الدول الإسلامية تتطلب إيجاد أدوات مالية تكون أدوات ملكية ومشاركة لا أدوات إقراض واقتراض، كما تتطلب الاعتماد في التمويل على السوق المحلية وعلى المدخرات التي يمكن تعبئتها وجمعها محليا بدلا من الاعتماد على المؤسسات الدولية وعلى حركة رؤوس الأموال الأجنبية لارتفاع أعبائها، وللشروط المجحفة لإعطائها، وللتدخلات السافرة التي تصاحبها، لذا يصبح من الضروري البحث عن الأدوات التي تنحاز لصالح النشاط الحقيقي المنتج، وتستجيب للاحتياجات الفعلية للاقتصاديات الإسلامية، وهي الأدوات المالية الإسلامية وفي مقدمتها الصكوك، فإذا نشأت وتطورت السوق المالية الإسلامية الموحدة، وتوسعت في إصدار الأدوات المالية طويلة الأجل نسبيا، فإن النتيجة المتوقعة هي أن نشاط هذه السوق سوف يكون ملبيا للحاجات الفعلية للاقتصاد الإسلامي، ومترجما حقيقيا لأحواله وظروفه، وستتحول هذه السوق إلى أداة فعالة لتدعيم ذلك الاقتصاد.

### 5-السوق المالية الإسلامية الموحدة إلى أين؟

لا شك أن التعاون الإسلامي المشترك فكرة ليست وليدة اليوم بل ولدت مع ولادة الإسلام ذاته، فالمسلمون أمة واحدة يجمعهم دين واحد ورب واحد وقبلة واحدة وأمرهم الله تعالى بالاعتصام بحبله ونهاهم عن التفرق والتنازع فقال تعالى: { **وَاعْتَصِمُوا بِحَبْلِ اللَّهِ جَمِيعًا وَلَا تَفَرَّقُوا**}(7)، وفي هذا الإطار ولدت منظمة المؤتمر (التعاون)(8) الإسلامي عام 1969م كردة فعل على الاعتداءات الصهيونية وحريق المسجد الأقصى في ذات العام، وجعلت هذه المنظمة من أهدافها تحقيق التضامن والتعاون والتنسيق بين الدول الإسلامية، وفي سبيل ذلك عملت على تعزيز التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية على مستوى الأطر المؤسسية والاتفاقيات متعددة الأطراف وإتاحة تسهيلات تمويلية لدعم مشروعات البنية التحتية في الدول الإسلامية، فقامت بتأسيس البنك الإسلامي للتنمية في ديسمبر 1973م، والذي بدأ مباشرة أعماله في أكتوبر 1975م، وجعل من أهدافه تسريع عملية التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي في الدول الأعضاء، وذلك وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية السمحة. وتتبع البنك مؤسسات ووحدات بحثية وتنموية وتمويلية تهدف لتقوية دور البنك في تحقيق أهدافه.

كما اهتمت المنظمة بالسعي نحو إنشاء السوق الإسلامية المشتركة حيث ترجع فكرة هذه السوق إلى مؤتمر القمة الإسلامية الثانية لدول منظمة التعاون الإسلامي التي عُقدت عام 1971م في مدينة لاهور في باكستان. ودعت وثيقة (إعلان لاهور) الصادرة عن التعاون إلى اعتبار السوق الإسلامية المشتركة هدفاً طويل الأجل للمنظمة يجب الإعداد السليم والدقيق لتحقيقه(9)، وأكدت مؤتمرات القمة اللاحقة إضافة إلى اجتماعات وزراء خارجية الدول الإسلامية أهمية قيام السوق الإسلامية المشتركة، خاصة مؤتمر القمة الثامن الذي انعقد في ديسمبر عام 1997م، حيث أصدر قرارات بتأسيس السوق الإسلامية المشتركة.

كما اتخذت المنظمة خطوات عديدة وذلك بهدف تقوية العلاقات التجارية وتحسين الترتيبات المؤسسية، وتطوير التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية. وفي مقدمة ذلك المصادقة على الاتفاقية العامة للتعاون الاقتصادي والفني والتجاري في عام 1977م وهدفت إلى تشجيع انتقال رءوس الأموال، وتبادل معلومات الاستثمار، وتبادل الخبرات الفنية والمهارات التكنولوجية بين الدول الأعضاء، وبدأ العمل بالاتفاقية في عام 1981م.

وقد لوحظ أنه رغم ما أعلنته منظمة التعاون الإسلامي من خطوات لإنشاء سوق إسلامية مشتركة وتطوير التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية إلا أن خطواتها العملية لم تصل إلى هدفها المأمول بعد، حيث اكتنفت هذه الخطوات العديد من التحديات يأتي في مقدمتها البطء في التطبيق، والقصور في المتابعة والتنفيذ، وتعارض المصالح والسياسات بين الدول الأعضاء القطرية، وضعف الالتزام الجماعي بالمقررات المتفق عليها، بل إن واقع منظمة التعاون الإسلامي الحالي يكشف تآمر

بعض الدول الإسلامية على بعض أشقائها في المنظمة.

أما التنظير لإنشاء سوق مالية إسلامية فقد وجد طريقه إلى الواقع العملي من خلال توقيع البنك الإسلامي للتنمية بالإضافة إلى دول البحرين وماليزيا وإندونيسيا وبروناي والسودان على اتفاقية لإنشاء أول سوق مالية إسلامية دولية، بغرض تروّيج التعامل من خلال الأدوات المالية الإسلامية على المستوى العالمي، وإصدار أدوات مالية إسلامية جديدة، وإدارة السيولة بين المؤسسات المالية الإسلامية؛ وتوحيد معايير وتدوين قوانين ممارسات السوق وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية، وخلق بيئة ملائمة لتشجيع كل من المؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية للمشاركة بشكل نشط في السوق الثانوية، وتحسين التعاون بين المشاركين في السوق لتطوير المنتجات الإسلامية والتعامل في السوق الثانوية. بما يعزز من الأدوات المالية الإسلامية ويقوّي أطر التعاون بين البلدان الإسلامية والمؤسسات المالية[8].وقد وشملت هذه الاتفاقية قيام مؤسستين:

الأولى : مقرها البحرين ومهمتها المصادقة على شرعية ونظامية الأدوات المالية الإسلامية أو ما يطلق عليها (الصكوك) لتكون مقبولة للتداول والبيع بين المؤسسات والأفراد في السوق العالمية.

الثانية : مقرها ماليزيا وتتولى مهام (الرقابة) على الخدمات المصرفية ونشاط المؤسسات المالية، ويكون من بين أعضائها البنوك المركزية، في محاولة لتقريب وجهات النظر بين المصارف الإسلامية والسلطات النقدية، حيث تطالب الأخيرة الأولى بتوحيد شروط التأسيس والرساميل وقواعد التفتيش والمراقبة ونسب الاحتياطات والسيولة وسقوف التأمين.

وفي هذا الإطار أصدر ملك البحرين المرسوم الملكي بقانون رقم (23) لسنة 2002م [10] الذي يقضي بتأسيس السوق المالية الإسلامية العالمية في العاصمة البحرينية المنامة ويتمتع بالشخصية الاعتبارية، ويهدف إلى ترويج المنتجات الإسلامية وفق أهداف تقوم على أسس ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.وأوضح المرسوم بقانون المقصود بالمنتجات الإسلامية وهي الصكوك التي يكون موضوعها إجارة أو بيعا أو استصناعا أو سلما أو مضاربة أو مرابحة أو غير ذلك .

وفي نفس الاتجاه ونظرا للأهمية المتزايدة لصناعة الخدمات المالية الإسلامية فقد وافق صندوق النقد الدولي على إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية كهيئة مستقلة تحت إشرافه وإشراف عدد من البنوك المركزية في عدد من الدول الإسلامية، ويقع مقره في مدينة كوالالمبور بماليزيا، وافتتح رسميًا في 3 نوفمبر عام 2002، وبدأ عمله في 10 مارس عام 2003، وتحددت مهامه في ثلاث مسؤوليات[11]:

الأولى : النشر والتعريف بمبادئ صناعة الخدمات الإسلامية وفق الشريعة.

الثانية : الاتصال والتعاون بالمحددات القياسية الأخرى في مناطق الاستقرار النقدي والمالي.

الثالثة : الترويج للعمليات والخدمات والمخاطر في هذه الصناعة من خلال البحوث والتدريب والمعونات التقنية.

وتعتبر هذه السوق خطوة إيجابية على طريق إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة ولكنها غير كافية للإعلان عن بورصة تعبر عن التكامل الإسلامي في الأسواق المالية، وتحقق ما يتطلبه طموح المستثمر المسلم في هذا المجال.

فمع تقديرنا لدور منظمة التعاون الإسلامي فإن المتحقق من أهدافها الاقتصادية ما يزال بعيداً عن المأمول، ولا يرقى إلى طموحات الشعوب الإسلامية في الوحدة والتكامل. ونتمنى عليها أن لا تتحول كغيرها من الكيانات إلى مجرد تجمع من التجمعات التي تهدف إلى تحقيق تكامل إسلامي أو عربي دون تحقيق تقدم في هذا المجال اللهم سوى تبادل الزيارات والوفود وعقد مؤتمرات لا ينبني عليها عمل ملموس.

ولكن على الرغم مما يعتري مسيرة هذه المنظمة من نقص أو قصور فإنها تظل الإطار المؤسسي الممكن لتحقيق وحدة الأمة الإسلامية من خلاله، وذلك لما لديها من خبرة تاريخية ومؤسسات قائمة، والمطلوب هو تفعيل دورها وتطوير مؤسساتها وتقويم خطتها وتكميل نقصها ودعم رسالتها بإرادة جماعية متحدة تستهدي بخطة إستراتيجية واضحة المعالم، مرسومة الخطوات. وعليه فليس من الحكمة البحث عن إطار بديل لها ربما لا يكون مؤهلاً للبقاء ولا تسمح الظروف الإقليمية والدولية الراهنة بصموده في وجه الهجمات التي تتعرض لها الأمة الإسلامية.

**6-تفعيل دور منظمة التعاون الإسلامي في إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية موحدة:**

من المهم هنا الإشارة إلى تفعيل دور منظمة التعاون الإسلامي في إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية موحدة من خلال العديد من الأدوات التكاملية والتي يأتي في مقدمتها ما يلي:

6-1/ **تجانس التشريعات فيما يتعلق بتنظيم أعمال البورصات بين الدول الإسلامية**، وبذلك يتمكن المستثمر من سهولة التعامل دون التيه في غيابات اختلاف أنظمة وقوانين البورصات.

6-2/ **تفعيل دور البنك الإسلامي للتنمية بالتنسيق بينه وبين البنوك الإسلامية** للقيام بدورها كبنوك استثمار في تولي مهام إصدار الأوراق المالية التي تصدرها الشركات، والترويج والتسويق لتلك الأوراق، وتغطية الاكتتابات فيها.

6-3/ **تنويع الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية الموحدة**، ويبدو هنا أهمية وجود شركات مساهمة إسلامية، وإصدار صكوك إسلامية، تلبى حاجات المجتمع، وتساهم في عرض تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية أمام المستثمر، وفي الوقت نفسه تحقق مزايا المشروعات الكبيرة سواء في الإنتاج أو خفض الأسعار، لما لها من قدرة على جذب التكنولوجيا والطرق الحديثة للإنتاج.

فالواقع يكشف أن ضعف التبادل التجاري بين الدول الإسلامية وتشتت عملية التنمية هو

نتيجة طبيعية لضعف الإنتاج وذلك نظر لصغر حجم المشروعات الموجودة في كل دولة وبالتالي صغر طاقاتها الإنتاجية، ولاشك أن إنشاء شركات مساهمة مشتركة وتعزيز إصدار الصكوك الإسلامية قد يقضى على هذه الظاهرة وبخاصة إذا تم إنشاء هذه الشركات وإصدار هذه الصكوك بناء على دراسة للمشروعات المناسبة للتنفيذ في الدول الإسلامية وفقا للاحتياجات الفعلية.

وفي هذا الصدد يمكن إصدار أوراق مالية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية من حيث النشاط الحلال، والتمويل القائم على المشاركة[12]، والعائد القائم على الغنم بالغرم، ومن أمثلة تلك الأوراق:

**أ- شهادات الاستثمار القابلة للتداول :**

وتمثل شهادات يتم إصدارها وفقا لنظام المضاربة الشرعية[13] مقابل أموال المستثمرين. ويمكن هنا التمييز بين نوعين من هذه الشهادات :

**أ/ أ– شهادات الاستثمار المخصصة :**

وتخصص حصيلتها للاستثمار في مشروع معين، أو نشاط اقتصادي محدد، أو صيغة استثمارية معينة بذاتها.

وبناء على ذلك يمكن إصدار شهادات استثمار وفقا للمشروعات أو الأنشطة سواء كانت زراعية أم صناعية أم تجارية أم عقارية ... الخ. كما يمكن إصدار شهادات استثمار وفقا للصيغ الاستثمارية المختلفة، فيمكن على سبيل المثال إصدار الشهادات التالية :

أ/ أ/ أ– شهادات إجارة :

وتمثل ملكية حصص متساوية في عين مؤجرة تعطي لصاحبها حق التملك، والحصول على الأجرة، والتصرف بملكه بما لا يضر بحقوق المستأجر.

أ/ أ/ ب– شهادات سلم :

وتمثل ملكية حصص متساوية في بيع سلع مؤجلة التسليم بثمن معجل، سواء أكانت هذه السلع زراعية أم صناعية أم تجارية أم خدمية ينتجها البائع أو يشتريها جاهزة من السوق.

أ/ أ/ ج – شهادات استصناع :

وتمثل أحد صور بيع السلم، ويطلق عليها شهادات السلم في الصناعات لاقتصارها علي صناعة سلع بمواصفات معينة.

**أ/ ب – شهادات الاستثمار العامة :**

وتخصص حصيلتها للاستثمار في أنشطة البنك المتنوعة، ومشاريعه المتعددة، وصيغه الاستثمارية المختلفة.

**ب- وثائق صناديق الاستثمار :**

وتصدرها صناديق استثمار القيم المنقولة، وغير القيم المنقولة مقابل أموال عدد كبير من المستثمرين وبصفة خاصة من صغارهم، وفقا لنظام المضاربة الشرعية، واستثمارها بواسطة إدارة محترفة .

وهذه الوثائق قد تصدرها صناديق متخصصة للاستثمار في مشروع أو نشاط معين أو صيغة استثمارية محددة، وقد تصدرها صناديق عامة تستثمر في مشروعات وأنشطة وصيغ استثمارية متنوعة.

**ج- صكوك الاستثمار الإسلامية:**(14)

وهي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في موجودات معينة ومباحة شرعا، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم والالتزام بالضوابط الشرعية. ويتم إطفاء الصكوك بقيمتها السوقية أو بالقيمة التي يتفق عليها عند الإطفاء.

وتتنوع صكوك الاستثمار إلى صكوك إجارة ، وسلم، واستصناع، ومرابحة، ومشاركة، ومضاربة، ومزارعة، ومساقاة، ومغارسة، ووكالة.

**د- أسهم الشركات المساهمة :**

وتصدرها الشركات المساهمة مقابل رأس مال الشركة، وتتعدد إصدارات الأسهم وفقا لنشاط الشركة المصدرة، ويمكن على سبيل المثال إصدار الأسهم الآتية :

**د/ أ- أسهم التأجير التمويلي :**

وتصدرها شركات التأجير التمويلي، وتقوم هذه الشركات بشراء الأصول الرأسمالية وتأجيرها بعقد طويل الأجل.

**د/ ب- أسهم B.O.T :**

وتصدرها شركات B.O.T ، وتتولى هذه الشركات إنشاء المرافق العامة وإدارتها والاستفادة بعوائدها طوال فترة الامتياز، ثم تنتقل ملكية المرفق للدولة في نهاية المدة.

**د/ ج- أسهم رأس المال المخاطر :**

وتصدرها شركات رأس المال المخاطر، وتستثمر هذه الشركات أموالها في المشروعات الشابة (المتوسطة والصغيرة) ، والمشروعات المتعثرة التي يتم هيكلتها وإعادة بيعها.

**د/ د- أسهم التمويل العقاري:**

وتصدرها شركات التمويل العقاري بغرض تمويل بناء العقارات أو شرائها.

4-6/ ***تحقيق نظام موحد لربط البورصات الإسلامية مع بعضها البعض*** من خلال إصدار عملة إسلامية موحدة للبورصات – ولتكن الدينار الإسلامي الذي يتكون منه رأس مال البنك الإسلامي للتنمية ويساوي قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة في صندوق النقد الدولي- والتداول داخل السوق الموحدة لعدة أسواق. وبذلك يسمح بتداول أي ورقة مالية إسلامية مقيدة في أي بورصة إسلامية داخل السوق الموحدة إذا تحقق فيها معايير الإدراج المحددة في البورصة الإسلامية الموحدة.

6-5/ **وجود بيوت خبرة مالية وشركات سمسرة إسلامية لها تواجد فعال في جميع الأسواق المالية في الدول الإسلامية**، وتملك من المعلومات والأموال ما يكفي للقيام بدورها، وبما يتفق مع معايير الوساطة المحددة في البورصة الإسلامية الموحدة. إضافة إلى التوسع في توفير شركات المقاصة والحفظ المركزي وغيرها من شركات التعامل في الأوراق المالية، فضلا عن بناء مؤشرات مالية إسلامية موحدة.

6-6/ **الاهتمام بتوعية الجمهور في الدول الإسلامية بالسوق المالية الإسلامية الموحدة** ونظم عملها، بما يوفر للمستثمر الإفصاح الكامل عن الفرص المتاحة أمامه لتوظيف أمواله وتوفير عوامل الثقة، وذلك باستخدام كافة مختلف وسائل التوعية والاتصال من وسائل إعلام مرئية ومقروءة، مع أهمية الاعتماد على المناهج التربوية والتعليمية كإحدى الوسائل الضرورية لغرس مفاهيم الادخار والاستثمار لدى المواطن في الدول الإسلامية.

6-7/ **تفعيل دور المصارف الإسلامية في جميع أنحاء العالم بالتكامل فيما بينها**، وإصدارها العديد من الأدوات المالية الإسلامية، وإدراجها وتداولها بالسوق المالية الإسلامية الموحدة، وتكوين محافظ وصناديق استثمار مختلفة ذات عائد تنافسي جيد ومخاطر ضئيلة وترويجها بين المستثمرين، وتنشيط التعامل في السوق الثانوية بما يزيد من الثقة في التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ويؤهل القطاع المصرفي الإسلامي لمزيد من التطور، ويتيح الفرصة لعودة الأموال الإسلامية المهاجرة.

6-8/ **إنشاء مؤسستين للإشراف والرقابة على السوق المالية الإسلامية الموحدة:**

**الأولى : هيئة سوق المال الإسلامية :**

ويتم تشكيل هذه الهيئة من خلال منظمة التعاون الإسلامي، ويقترح أن تتكون من أهل الاختصاص والخبرة في الأسواق المالية الإسلامية المشهود لهم بالسمعة الطيبة والحس الديني، إضافة إلى بعض المستشارين الشرعيين، وتمثل هذه الهيئة هيئة عليا يعهد إليها بالإشراف الكلي على سوق رأس المال الإسلامية الموحدة، ووضع القواعد واتخاذ كافة الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف السوق بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، من إصدار ونشر أو الموافقة على نشر معلومات وبيانات دقيقة وكافية عن الأوراق المالية والشركات أو الهيئات المصدرة لها، وحساباتها الختامية وتقيدها بالشروط الخاصة بالإصدارات.

وتعمل هذه الهيئة على إتاحة المعلومات الدقيقة عن الأسعار الجارية للأوراق المالية، وتقديم بعض الدراسات من قبل متخصصين فيها عن التغيرات السعرية المتوقعة بناء على أحوال النشاط الحقيقي، إضافة إلى وضع وتوضيح اللوائح الخاصة بمراقبة الأعمال في السوق، والتأكد من عدم تعرض أي طرف من أطراف التداول المالي لغش أو غبن أو غرر، ووضع الإجراءات التنظيمية المناسبة والكافية لمنع التعامل بالأساليب غير الأخلاقية.

**الثاني : اتحاد البورصة الإسلامية الموحدة :**

ويمثل هيئة إدارية تنفيذية تابعة لهيئة سوق المال الإسلامية، وتعمل على إدارة النشاط اليومي للسوق ومتابعته وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، واتخاذ كافة الإجراءات على المستوى التنفيذي لضمان عدم انحراف الممارسات العملية عن القواعد المنظمة لها.

ويقترح أن يتولى رئاستها رئيس هيئة سوق المال الإسلامية أو من ينوب عنه مع أعضاء ممثلين لحكومة البلاد الإسلامية، وممثلين عن البنوك والشركات الإسلامية ومندوبين عن السماسرة العاملين في البورصة، وبعض أهل الخبرة والاختصاص في شئون البورصات المشهود لهم بالسمعة الطيبة، ويتولى الاتحاد الإشراف على العمليات اليومية وخدمة المتعاملين من خلال رصد ونشر الأسعار الجارية للأوراق المالية المتداولة، وتقديم بعض التوقعات الأولية حول الاتجاهات المستقبلية للأسعار، واتخاذ الإجراءات العملية الكفيلة بتنظيم السوق بما يمنع الأساليب غير الأخلاقية في التعامل.

## خـــاتـمــة:

سعى هذا البحث إلى التأكيد على إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة. وقد تناول البحث تعريفا بالأسواق المالية، ومنافع، وتحديات، ومقومات إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة، وتفعيل دور منظمة التعاون الإسلامي في هذا الشأن، وقد خلص البحث إلى ما يلي:

1- تعد سوق رأس المال مرتكزا لتحقيق التكامل المالي في ظل التكتلات الاقتصادية، ورغم تأخر الدول الإسلامية في تحقيق التكامل في أسواق السلع والخدمات، وكذلك أسواق العمل الإسلامية فإن هذا لا يحول دون التعاون فيما بينها لإنشاء سوق مالية إسلامية موحدة.

2- رغم المكاسب التي ستعود على الاقتصاديات الإسلامية من قيام سوق مالية إسلامية موحدة، فإن هناك من العديد من التحديات تقف في طريق ميلادها.

3- رغم التحديات التي تواجه ميلاد سوق مالية إسلامية موحدة فإن ذلك لا يحول دون اتخاذ الدول الإسلامية خطوات فعلية لقيامها في الوقت الراهن اعتمادًا على سهولة التنسيق في مجال أسواق المال، وما ينتج عن النجاح في هذه الخطوة من إعطاء دفعة للتعاون في المجالات الأخرى، كما أن هناك العديد من المقومات المشتركة بين الدول الإسلامية والتي تمثل بنية أساسية لقيام سوق مالية إسلامية موحدة.

4- لوحظ أنه رغم ما أعلنته منظمة التعاون الإسلامي من خطوات لإنشاء سوق إسلامية مشتركة إلا أن خطواتها العملية لم تصل إلى هدفها المأمول بعد. وقد عرف التنظير لإنشاء سوق مالية إسلامية طريقه إلى الواقع العملي من خلال توقيع البنك الإسلامي للتنمية بالإضافة إلى دول البحرين وماليزيا وإندونيسيا وبروناي والسودان على اتفاقية لإنشاء أول سوق مالية إسلامية دولية.

**وأخـــيراً**.. يؤكد البحث على أهمية تفعيل دور منظمة التعاون الإسلامي في إنشاء وتطوير وتفعيل سوق مالية إسلامية موحدة من خلال العديد من الأدوات المالية التكاملية لا سيما ما يتعلق بتجانس التشريعات، وتنويع الأوراق المالية الإسلامية، وتفعيل دور المصارف الإسلامية داخل السوق، وإنشاء مؤسستين للإشراف والرقابة عليها.

## الــهـــوامش والمــراجـــع


(1) انظر: مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية (SESRTCIC)، .www.sesrtcic.org

(2) انظر، المؤسسة الدولية الإسلامية لتمويل التجارة، http://www.itfc-idb.org/en

(3) انظر، د. محمود عبد الفضيل، مصر والعالم على أعتاب ألفية جديدة، دار الشروق، القاهرة، 2001م، ص29-30.

(4) انظر، السوق المالية الإسلامية الدولية، www.iifm.net/index.php

(5) انظر، الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية 2001م، مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية بالأهرام، القاهرة، يناير 2002م، ص188-189.

(6) انظر، السوق المالية الإسلامية الدولية، www.iifm.net/index.php

(7) سورة آل عمران، 103.

(8) تم تغيير اسم منظمة المؤتمر الإسلامي إلى منظمة التعاون الإسلامي في افتتاح أعمال الدورة (38) لمجلس وزراء الخارجية بالدول الأعضاء، وذلكرفي عاصمة جمهورية كازاخستان، أستانة، يوم الثلاثاء 28 يونيو 2011م.

(9) انظر، مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية (SESRTCIC)، .www.sesrtcic.org

(10) انظر، السوق المالية الإسلامية الدولية، www.iifm.net/index.php

ومجلس الخدمات المالية الإسلامية https://www.ifsb.org/ar_background.php

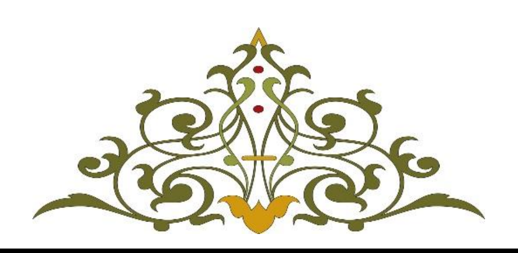
(11) انظر، صندوق النقد الدولي www .imf . org .

(12) المشاركة هي عقد بين اثنين أو أكثر على الاشتراك في المال أو العمل أو هما معا للقيام بنشاط معين لأجل محدد، والاشتراك فيما ينتج عن ذلك من ربح أو خسارة.

(13) شركة المضاربة تعني اتفاقا بين طرفين علي أن يدفع أحدهما ويسمي رب المال نقدا معلوما إلى الطرف الآخر ويسمي رب العمل ليعمل فيه علي أن يكون الربح بينهما بحصة شائعة ومعلومة، وعلي ألا يكون رب العمل ضامنا للمال إلا بتفريط منه أو عدوان.

(14) لمزيد من التفاصيل انظر، د. أشرف دوابه، الهندسة المالية الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، 2017م، ص335-353.





# أســـواق رأس المال الإسلامية
# بين الواقع والواجب





# تطور الأسواق المالية وثورة Fintech الرقمية في خدمة القطاع المالي
## اعتماد التكنولوجيا المالية لتطوير الأسواق المالية الإسلامية العربية
## " الإمكانات والاستفادة من التجارب العالمية "


أ. محمد الأمين بودخيل
أستاذ محاضر أ، جامعة بشار ، الجزائر

أ. نعيمة زيـرمـــي
أستاذ محاضر أ، جامعة بشار، الجزائر



**ملخص:**

تلعب الابتكارات المالية القائمة على التكنولوجيا الرقمية دوراً مهماً في تقديم العديد من الخدمات المالية ، فان لم تكن التطورات التكنولوجية في مجال التمويل جديدة ، فمن الواضح أنها تسارعت مع دخول العصر الرقمي، حيث ساهمت التطورات السريعة في الإنترنت، والاتصالات المحمولة، والحوسبة الموزعة، وجمع المعلومات ومعالجتها إلى سلسلة من الابتكارات الحديثة في مجال التمويل وبروز تكنولوجيا مالية عملت على تغيير المشهد الاقتصادي والمالي، كما أدى الابتكار الرقمي إلى تعطيل الخدمات المالية التقليدية وإعادة تشكيلها بوتيرة سريعة، حيث توفر فرصاً هائلة مع تقديم مخاطر محتملة. يمكن لشركة التكنولوجيا المالية Fintech دعم النمو المحتمل والحد من الفقر من خلال تعزيز التنمية المالية والإدماج والكفاءة، ولكن يمكن أن تشكل مخاطر للمستهلكين والمستثمرين، وبشكل أعم، لتحقيق الاستقرار والنزاهة المالية.

وفي ظل هذه التطورات، أصبح لزاما على الأسواق المالية تبني التكنولوجيا التي تتلائم مع متطلبات تطوير الأسواق المالية وإدخال تعديلات على أسواق المال يمكن أن تساعد في تعبئة التمويل من القطاع الخاص لتمويل القطاعات الاستراتيجية.


**الكلمات المفتاح:** التكنولوجيا المالية، الأسواق المالية، الخدمات المالية، النظام المالي.

**Abstract:**

Financial innovations based on digital technology play an important role in providing many financial services, If technological developments in finance are not new, they are clearly accelerated as the digital age enters. Rapid developments in the Internet, mobile communications, distributed computing, and information gathering Addressing a series of recent innovations in finance and the emergence of financial technology that have changed the economic and financial landscape. Digital innovation has also disrupted and restructured traditional financial services at a rapid pace, offering enormous opportunities with potential risks. Fintech can support the potential growth and poverty reduction by promoting financial development, integration and efficiency, but can pose risks to consumers, investors. and more generally, to stabilize financial integrity.

In light of these developments, financial markets have to adopt technology that is compatible with the requirements of financial market development and the introduction of capital market adjustments that can help mobilize private sector financing for strategic sectors.

**Key words**: financial technology, financial markets, financial services, financial system.

**المقـدمـــة:**

تعتبر التكنولوجيا المالية ثورة حديثة في القطاع المالية قد تسمح في المستقبل القريب من احداث تغيرات جوهرية في الخدمات المالية لما لها من إمكانيات هائلة لإحداث تحولات جوهرية إلى الأفضل في أسواق التمويل ورأس المال، ليس هذا فحسب بل تؤثر الثورة التكنولوجية الرقمية بدورها على جميع المهن المالية مثل العديد من المهن الأخرى، تواجه المهن المالية (التي تُفهم هنا على أنها البنوك والإدارة والتأمين) ظهور لاعبين جدد وأساليب جديدة للتوزيع وسلوكيات جديدة حصة العملاء ونماذج الأعمال الجديدة. إذا تأثرت جميع أنشطة التمويل، فإن الأنشطة المصرفية التقليدية، أنشطة القروض والودائع والدفع، هي الأكثر تأثراً بهذه الظاهرة. لذا يتعين على المتعاملين التاريخيين والمنافسين على حد سواء تلبية توقعات العملاء المتطورة. لذا يعمد المتحدون على الحفاظ على عقلية التقدم التكنولوجي، فهم قادرون على تقديم خدمات التكنولوجيا المالية ذات الطابع الشخصي، يمكن الوصول إليها، أكثر شفافية واحتكاك، وفعالة من حيث التكلفة.

وقد انتشرت الشركات الناشئة التي تبنت التكنولوجيا المالية على مستوى العالم انتشارا ملحوظا في الآونة الأخيرة على العموم، وبصفة خاصة في منطقتنا العربية حيث تتواجد هذه الشركات في 12

دولة عربية اغلبه شركات يقع مقرها بالخليج العربي ولبنان ومصر. وتعتبر الإمارات العربية من أكثر دول الخليج نشاطا في هذا القطاع إضافة الى البحرين، التي تعمل جاهدة على ان تصبح قطبا للتكنولوجيا المالية في المنطقة العربية بل في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا من خلال اطلاقها أول اتحاد تكنولوجيا مالية إسلامية على مستوى العالم، يهدف الى تسريع عملية إيجاد حلول مصرفية مبتكرة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. يطلق عليه اسم "ألكو البحرين" إضافة الى إطلاق خليج البحرين للتكنولوجيا المالية.

وفي إطار المتابعة لأجندة بالي للتكنولوجيا المالية، جمعت إحدى الفعاليات الرئيسية باجتماعات الربيع 2019 يوم الخميس 11 أبريل/ نيسان لفيفا من خبراء التكنولوجيا المالية في مناقشة بشأن الفرص واسعة النطاق والتحديات التي تنطوي عليها المبتكرات التكنولوجية في أسواق رأس المال، بالإضافة إلى الاعتبارات المهمة التي تتصل بالأطر القانونية والتنظيمية والتنافسية. مهَّد شاولين يانغ، المدير المنتدب ورئيس الخبراء الماليين في مجموعة البنك الدولي الأجواء بتسليطه الضوء على إصدار البنك أول سند ملزم قانونا (Bond-i) في العالم يعمل بنظام بلوك تشين العالمي (blockchain) طوال دورة حياته، وهو ما يُمكِّن البنك من أن يعرف بشكل مباشر كيف تؤدي تقنية بلوك تشين إلى تغيير أسواق المال، وكيف يتم تبنيها من أجل التنمية.

**مشكلة البحث:**

**هل التطور الرقمي في خدمات القطاع المالي من خلال اعتماد التكنولوجيا المالية كفيل بتطوير الأسواق المالية الإسلامية العربية؟**

**الأسئلة الفرعية :**

- ماهي التكنولوجيا المالية؟
- ما الفرص التي تحملها للقطاع المالي وماهي التهديدات المحتملة؟
- ما هي مجالات التكنولوجيا المالية التي تؤثر على تنمية أسواق رأس المال؟

**الفرضيات:** يمكن الاعتماد على فرضية وحيدة تتمثل في:

- تنطوي التكنولوجيا المالية على إمكانيات هائلة لإحداث تحولات جوهرية إلى الأفضل في أسواق التمويل ورأس المال.

**أهداف الدراسة:** تكمن أهمية الدراسة في:

- التعريف بالتكنولوجيا المالية واستعمالاتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- تبيان أهمية اعتماد هذا النوع من التكنولوجيا في الأسواق المالية لما له من أثر إيجابي على أداء هذه الأسواق

### منهجية البحث:

تم تقسيم البحث الى ثلاث عناصر مهمة بدأ من التعريف بالتكنولوجيا المالية من نشأة وتعريفات لها والفرص والتهديديات التي تحملها، ثم تم الانتقال الى علاقة التكنولوجيا المالية بالأسواق المالية وختاما بعرض التجارب الرائدة في هذا المجال والتي تبنت التكنولوجيا المالية في تطوير أسواقها المالية.

## I. الأسواق المالية والتكنولوجيا المالية

### 1. عوامل النشأة:

في أعقاب الأزمة المالية 2008-2009 حدثت ثلاثة تطورات هامة أدت إلى تحول في صناعة الخدمات المالية.

- أولاً اللوائح الأكثر صرامة: قد استجاب المنظمون في جميع أنحاء العالم للوائح والتوجيهات الأكثر صرامة لتسهيل الطريق الآمن للانتعاش الاقتصادي، ولضمان منع حدوث أزمات مالية مماثلة. وشملت هذه التوصيات والتوجيهات: بازل 3، توجيه الأدوات المالية في الأسواق (MiFiD II)[1]، اللائحة العامة لحماية البيانات (GDPR)[2]، وقانون دود فرانك (Dodd Frank Act)[3].
- ثانياً تناقص ثقة المستهلك: واجهت المؤسسات المالية مستوى متناقصًا من ثقة المستهلك. وفقًا لـ Edelman TrustBarometer، في عام 2016 كانت الخدمات المالية هي الصناعة الأكثر ثقة فحين صناعة خدمات التكنولوجيا أكثر ثقة على الاطلاق.
- أخيرًا التقدم التكنولوجي: كنتيجة للتقدم التكنولوجي خاصة داخل التقنيات المحمولة، ورقمنة العمليات التناظرية عبر مجموعة من الخدمات الاستهلاكية، تتمتع التكنولوجيا المالية بقدرة تنافسية عالية للمستهلكين الذين كانوا عملاء منذ زمن طويل.[i]

### 2. إزالة الغموض عن التكنولوجيا المالية:

#### أ. ما هي التكنولوجيا المالية:

- التكنولوجيا المالية، والمختصرة بالمصطلح اللاتيني"Fintech"، تشير إلى التقنيات المرتبطة بالقطاع المالي. حيث بدأت هذه الشركات في النمو في السنوات الأخيرة بفضل الثورة الرقمية، والتي لديها إمكانات كبيرة لتطوير واستخدام التقنيات المبتكرة، وغالبا ما تكون متصلة بالانترنت من أجل تقديم لأكبر قدر من الجمهور خدمات مالية أكثر تكيفا من تلك

---

[1] (Markets in Financial Instruments Directive) هو توجيه أوروبي يحدد، على وجه الخصوص، القواعد التي يجب على المؤسسات المالية التي تقدم خدمات الاستثمار و / أو الخدمات المساعدة الالتزام بها.

[2] (General Data Protection Regulation) هي لائحة للاتحاد الأوروبي والتي تشكل النص المرجعي لحماية البيانات الشخصية.

[3] قانون دود فرانك ، أو قانون إصلاح دود فرانك لوول ستريت ولحماية المستهلك ، هو قانون للكونجرس الأمريكي صدر في عام 2010.

التي تقدمها المؤسسات المصرفية. وتهدف Fintech إلى القيام بنفس الوظائف التي يقوم بها المصرف وإعطاء العملاء بديلاً عن عدم الذهاب إلى البنوك.

هذه الشركات ان صح القول يمكن تسميتها بالشركات التخريبية[1]، حيث أنها تخرق العادات الراسخة من خلال اقتراح طريقة جديدة لاستهلاك الخدمات الأكثر سهولة والأقل تكلفة. من خلال المشاركة في إزالة اللاعبين الحاليين (المتعاملين) من خلال اقتراح نموذج أعمال جديد.[ii]

- بينما اختارت لجنة بازل للرقابة المصرفية (BCBS) استخدام تعريف مجلس الاستقرار المالي FSB)على أنها "ابتكار مالي مُمكّن تقنياً يمكن أن يؤدي إلى نماذج أعمال جديدة أو تطبيقات أو عمليات أو منتجات لها تأثير مادي على الأسواق المالية والمؤسسات وتقديم الخدمات المالية[iii]."

### ب. تطور التكنولوجيا المالية:

التكنولوجيا المالية أو "FinTech" في أبسط أشكالها هي دمج الخدمات المالية مع التكنولوجيا المبتكرة. تشمل التكنولوجيا المالية أو "FinTech" تطوير وتطبيق التكنولوجيا التي يمكن أن تمكن الشركات من إدارة نماذج البرمجيات والأعمال بشكل أكثر فعالية. في الآونة الأخيرة، تشير التكنولوجيا المالية أو "FinTech" إلى الشركات الناشئة التي تعمل على تعطيل صناعة الخدمات المالية وتجاوز المؤسسات المالية.

دخلت التكنولوجيا المالية أو "FinTech" الموجة الثالثة في عام 2018 وتظهر علامات مبكرة على التبني الدائم. منذ خروجها من الأزمة المالية في عام 2008، أصبحت التكنولوجيا المالية أو "FinTech" قوة صاعدة على الساحة المالية العالمية. حيث حصل قطاع التكنولوجيا المالية أو "FinTech" على زيادة بنسبة 346 ٪ في قيمة صفقات التكنولوجيا المالية المدعومة برأس المال من 2013 إلى 2017. في الوقت الحالي، هناك ما يقرب من 30 من عمالقة (unicorns) التكنولوجيا المالية (بقيمة على الأقل 1 بليون دولار سنة 2017).

**الشكل 01: مراحل تطور التكنولوجيا المالية**




المصدر: من اعدادا الباحثين

[1] قدمت التعاريف تمييزًا واضحًا بين الابتكار Innovation والتعطيل (التخريب) Disruption، حيث يتناسب الابتكار مع الأطر التنظيمية الحالية بينما يتطلب التعطل تطوير قواعد جديدة.

تتميز قاعدة عملاء الصناعة بأنها واسعة وعميقة الجذور بسبب منتجاتها وخدماتها التنافسية التي تتسم بسهولة الاستخدام والشفافية والفعالية والأتمتة (الاوتوماتيكية). تسمح هذه المزايا لحلول التكنولوجيا المالية أو "FinTech" بالتأثير ليس فقط على المؤسسات المالية ولكن أيضًا على القطاعات الأخرى على غرار الاتصالات والتصنيع والحكومة وخارجها. فقد أدى الاضطراب في الوضع الراهن إلى إعادة التفكير في تقديم الخدمات والبنية التحتية لخدماتها مع التركيز على تجربة العملاء.

تمتد أكثر تطبيقات التكنولوجيا المالية أو "FinTech" شهرةً في صناعة الخدمات المالية عبر:

- الخدمات المصرفية
- تأمين
- إدارة الأصول والثروة[3]

**الشكل 02: التكنولوجيا المالية أو"FinTech"**




***Source :*** *Bahrain FinTech Ecosystem Report, 2018 Bahrain FinTech Bay (https://www.fintech-galaxy.com), p 10.*

### 3. الفرص والتهديدات الناشئة عن التكنولوجيا المالية Fintech

هناك العديد من الفرص والمخاطر الناشئة عن التكنولوجيا المالية Fintech وتؤثر على المستهلكين والبنوك والجهات التنظيمية والاقتصادات.

أ. **على المستهلكين:**

- (المزايا): تشتمل المزايا على قدر أكبر من الشمول المالي، وخدمات مصرفية أفضل وأسرع بالإضافة إلى انخفاض تكاليف المعاملات (لجنة بازل للرقابة المصرفية، 2017). وفقًا لمارك كارني، محافظ بنك إنجلترا، "سيحصل المستهلكون على مزيد من الخيارات، وخدمات أفضل استهدافًا وأسعار أكثر دقة. والأهم من ذلك كله، ستكون الخدمات المالية أكثر شمولاً واتصالا أفضل مع الناس وأكثر حصولا على المعلومة وتمكينًا بشكل متزايد".
- (المخاطر): كما تشمل المخاطر الناشئة عن الابتكار المالي للمستهلكين مخاطر الإنترنت وخصوصية البيانات وأمن البيانات وتوقف الخدمات المصرفية.

ب. **على البنوك:**

- (المخاطر): فيما يتعلق بتأثير التكنولوجيا المالية fintech على البنوك، فإن التهديدات التي يتعرض لها النظام المصرفي وفقًا للجنة بازل للرقابة المصرفية تشمل المخاطر الاستراتيجية والربحية، وزيادة الترابط بين الأطراف المالية، والمخاطر التشغيلية العالية (النظامية والخصوصية)، ومخاطر الطرف الثالث، ومخاطر الامتثال[1] ، و مخاطر غسل الأموال وتمويل الإرهاب ، وكذلك مخاطر السيولة وتقلب مصادر التمويل المصرفي. علاوة على ذلك، "أعرب 4 من كل 10 عملاء مصرفيين عن انخفاض اعتمادهم على بنوكهم كمزود رئيسي للخدمات المالية، وفقًا لاستطلاع عالمي.

بصفة عامة، فإن الشركات الناشئة الخاصة بالتكنولوجيا المالية على وشك تفكيك البنك التقليدي.

- (المزايا): على الصعيد الإيجابي، تشمل الفرص عمليات مصرفية محسنة وأكثر إنتاجية، وتأثير إيجابي على الاستقرار المالي بسبب زيادة المنافسة، واستخدام البيانات المبتكرة لأغراض إدارة المخاطر والتسويق، وكذلك التكنولوجيا التنظيمية (RegTech)

ج. **على المنظمين (السلطات):**

- (المزايا):
  - تتيح التكنولوجيا المالية فرصًا واسعة النطاق تحرص السلطات الوطنية على تعزيزها. وتقدم هذه التكنولوجيا وعدًا بتخفيض التكاليف والاحتكاكات الناشئة عن التعامل المباشر، وزيادة

[1] تتمثل مخاطر الامتثال في التعرض للعقوبات القانونية والمصادرة المالية والخسارة المادية التي تواجهها المنظمة عندما تفشل في العمل وفقًا للقوانين والأنظمة أو السياسات الداخلية أو أفضل الممارسات المقررة.

الكفاءة والمنافسة، وتضييق نطاق التضارب في المعلومات، وتوسيع نطاق الوصول إلى الخدمات المالية – لا سيما في البلدان المنخفضة الدخل وللسكان المحرومين من الخدمات– وذلك على الرغم من أن فوائد التغير التكنولوجي قد تستغرق وقتًا حتى تتبلور بصورة كاملة. ويمكن أن تدعم الابتكارات والتطورات التكنولوجية المستمرة التنمية الاقتصادية والنمو الشامل للجميع على نطاق أوسع، وكذا تسهيل المدفوعات والتحويلات الدولية، وتبسيط وتعزيز الامتثال والعمليات الإشرافية والرقابية.[v]

- من مزايا التكنولوجيا المالية fintech على المنظمين انها تقودنا الى ما يسمى بالتكنولوجيا التنظيمية ، والمعروفة أيضًا باسم RegTech ، وهي فئة فرعية من التكنولوجيا المالية FinTech التي تستخدم تقنيات جديدة ، خاصة تكنولوجيا المعلومات ، لحل المتطلبات التنظيمية ومتطلبات الامتثال بشكل أكثر فعالية وكفاءة. وبالتالي، تمتلك التكنولوجيا التنظيمية RegTech إمكانات هائلة للكشف بشكل أفضل عن سوء السلوك من خلال الحوسبة السحابية وزيادة الوصول إلى البيانات والمعلومات، وتمكين حلول الامتثال الأفضل، وزيادة الكفاءة والربحية، وتقليل الحواجز أمام الدخول. يعد هذا أمرًا واعدًا بشكل خاص في قطاع تتزايد فيه تكاليف الامتثال[1] سريعًا بسبب اللوائح الشاقة مثل لوائح اعرف عميلك (KYC) ولوائح مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب (AML /CFT) .

  - (المخاطر):

- وفي الوقت نفسه، لدى السلطات الوطنية شواغل بشأن المخاطر المحتملة التي يتعرض لها النظام المالي وعملاؤه. ومع إجراء التكيف للنظام المالي، تنشأ مخاوف بشأن مجموعة من القضايا تتضمن: حماية المستهلك والمستثمر، ووضوح واتساق الأطر القانونية والتنظيمية، وإمكانية المراجحة التنظيمية والانتشار السريع للآثار السلبية؛ ومدى كفاية شبكات الأمان المالي الحالية، ويتضمن ذلك وظائف البنوك المركزية كمؤسسات إقراض يتم اللجوء إليها كملاذ أخير، والتهديدات المحتملة للسلامة المالية. وعلاوة على ذلك، فإن عملية اعتماد هذه التكنولوجيا قد تكون حافلة بتحديات انتقالية، وسيكون من الضروري الانتباه واليقظة بشأن السياسات حتى تتسم الاقتصادات بالمرونة ومجابهة المخاطر واشتمال الجميع حتى يتسنى الاستفادة من المنافع على نحو تام.[vi]

---

[1] تشير تكلفة الامتثال إلى جميع النفقات التي تتحملها الشركة للالتزام بقواعد الصناعة. تتضمن تكاليف الامتثال رواتب الأشخاص الذين يعملون وفقًا للامتثال، أي الوقت والمصروفات التي يتم إنفاقها على إعداد التقارير، والأنظمة الجديدة اللازمة للوفاء بالاحتفاظ بها، وما إلى ذلك. .. و تزداد هذه التكاليف بشكل عام مع زيادة تنظيم الصناعة. يمكن أن تؤدي اللوائح المحلية والوطنية والدولية إلى تكاليف الامتثال، والتي تزيد عادةً مع تطور الأعمال في بلدان متعددة. من الطبيعي أن تواجه الشركات العالمية العاملة في بلدان حول العالم ذات أنظمة تنظيمية مختلفة تكاليف امتثال أعلى بكثير من الشركات ذات الموقع الواحد.

**د. من الناحية الاقتصادية**

- توقع تقرير صادر عن معهد ماكينزي العالمي لعام 2016 ، أن اعتماد واستخدام التمويل الرقمي على نطاق واسع يمكن أن يزيد الناتج المحلي الإجمالي لجميع الاقتصادات الناشئة بنسبة 6 ٪ ، أو ما مجموعه 3.7 تريليون دولار ، بحلول عام 2025. وهذا الناتج المحلي الإجمالي الإضافي يمكن أن يخلق ما يصل إلى 95 مليون وظيفة جديدة في جميع القطاعات الاقتصادية.[vi]

## 4. أدوار ومسؤوليات الحكومة في النظام البيئي للتكنولوجيا المالية:

قد تلعب الدولة والجهات عدة أدوار لإنجاح النظام البيئي للتكنولوجيا المالية اهماها في الجدول الموالي

**الجدول 01: أدواروسؤوليات الحكومة في النظام البيئي للتكنولوجيا المالية:**

| الدور | المسؤوليات |
|---|---|
| منظم | -يضع القواعد واللوائح للنظام البيئي<br>-إدارة الخدمات الحكومية (مثل الاقامات)<br>-يحدد متطلبات التراخيص<br>- ينفذ اللوائح |
| وضع السياسة | دد الأهداف الاقتصادية والسياسات العامة للنظام الإيكولوجي (عادةً كيان حكومي يعالج القطاع الاقتصادي بشكل عام او التنمية / التخطيط الاقتصادي). |
| ملاك (أصحاب ملكية) | -يمتلك أرضية النظام البيئي.<br>- يعين حقوق تطوير الأرضيات للمطورين.<br>- يستثمر في البنية التحتية / خدمات لدعم تطوير الممتلكات. |
| مطور | بحدد مسرعات الأعمال والعروض.<br>ضع معايير الخدمة / يعزز النظام البيئي.<br>- ضبط نموذج التشغيل ومشغلي العقود.<br>ثبيت وإدارة وصيانة البنية التحتية.<br>ستثمر في الخدمات لدعم تحقيق مسرعات الأعمال. |
| مشغل | الج جزءًا أو كليًا من مسؤوليات إدارة العقارات والخدمات للمطورين.<br>ير خدمة الشباك الواحد للمستأجرين. |
| مقدم للخدمة | فير خدمات محددة ، والتي يمكن تقسيمها إلى ثلاث فئات:<br>بنية الفوقية : المكاتب والمستودعات ووحدات الموردين (supplier units).<br>رافق : الكهرباء والغاز والمياه والصرف الصحي ومعالجة المياه والاتصالات.<br>ـمات القيمة المضافة: الخدمات اللوجستية، الإسكان، توظيف العمال، تدريب العمال، دعم التصدير، التخليص الجمركي، المشورة القانونية / التجارية، دعم التمويل. |

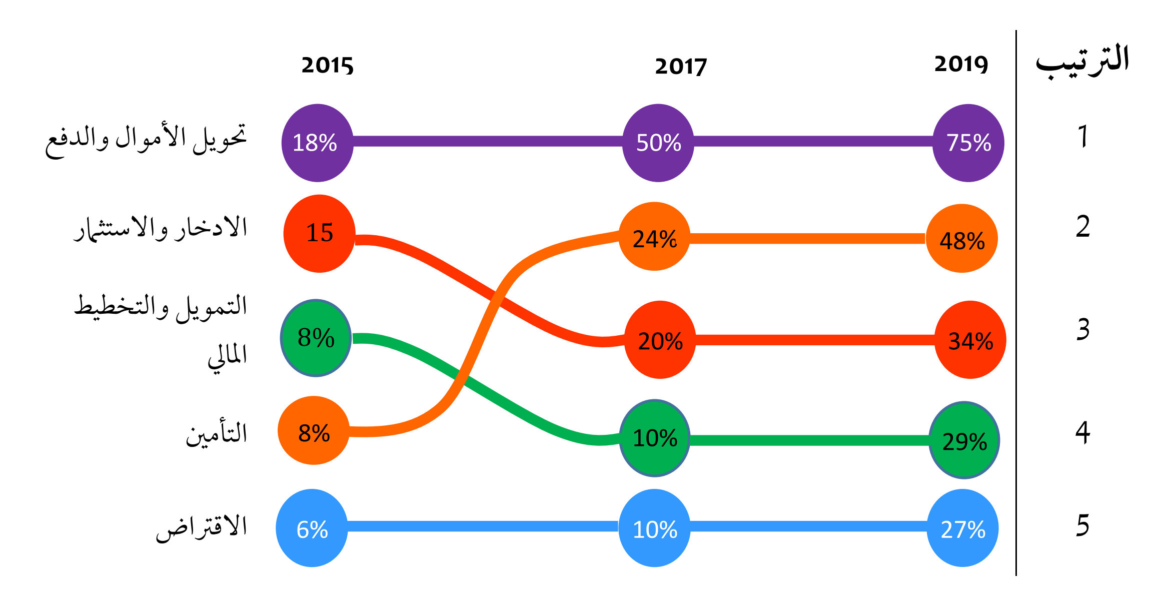
***Source:*** *Daniel Diemers , Abdulkader Lamaa , Jean Salamat , Tom Steffens , Developing a FinTech ecosystem in the GCC Let's get ready for take off, Strategy& is part of the PwC network, 2015, p07.*

## II. الأسواق المالية والتكنولوجيا:

### 1. واقع التكنولوجيا المالية وأسواق راس المال

بدأت ظاهرة التكنولوجيا المالية (fintech) في التطور في صناعة أسواق رأس المال منذ أكثر من 40 عامًا. فقد تسارع كل من التداول الإلكتروني في التسعينيات والتوجه اللاحق لصناعة الخدمات المالية برمتها نحو الرقمنة، فقد شهدت التكنولوجيا المالية نموا هائلا في مجال أسواق رأس المال.

**الشكل 03: مقارنة بين فئات التكنولوجيا المالية FinTech مرتبة حسب معدل التبني من 2015 إلى 2019.**




*Source: Global FinTech Adoption Index 2019, 2019 EYGM Limited, p 10.*

لقد تم دعم وتشجيع الشركات المالية البارزة في أسواق رأس المال بقوة من قبل النظام البيئي لأسواق رأس المال، والذي يشمل لاعبين مثل بنوك الاستثمار وأمناء الحفظ ومكاتب الصرف وغرف المقاصة ومقدمي خدمات المعلومات الذين يركزون على أسواق رأس المال. حيث ان هؤلاء اللاعبون هم دائما في وضع أفضل لاختيار أفضل التقنيات الواعدة للتعاون المحتمل.

ولكن على الرغم من النمو السريع، فإن أسواق رأس المال المتقنة (أسواق راس المال المعتمدة على التكنولوجيا المالية) تجتذب أقل من حصتها العادلة في تمويل رأس المال الاستثماري. ويعزى هذا النقص جزئيًا إلى الطبيعة التخصصية والمنظمة للغاية لأسواق رأس المال، والتي قد تعيق المستثمرين الخارجيين.

في الواقع، عندما يتم دعم التكنولوجيا المالية من قبل البنوك القائمة، فإنها تجذب تمويلًا أكبر وتنضج بسرعة أكبر من تلك التي تدعمها فقط شركات رأس المال الاستثماري. كما يمكن للمستهلكين الذين يستثمرون بنشاط أن يصمموا نماذج الأعمال ويساعدوا على تطوير التكنولوجيا المالية ليصبحوا مورّدين تعاونيين بدلاً من معرقلين. علاوة على ذلك، فإن التمويل الذي تلقته

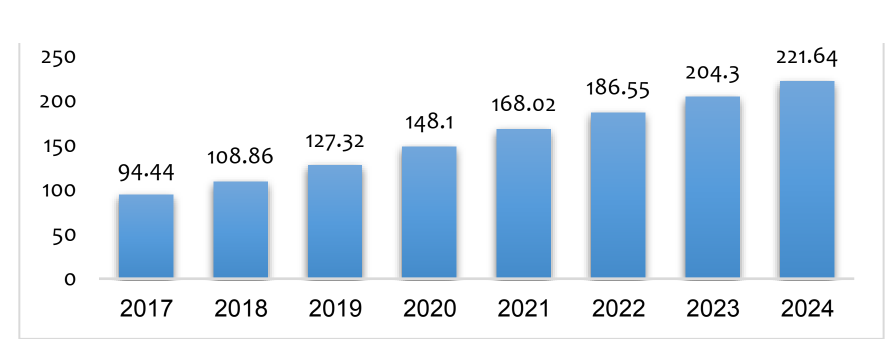
أسواق رأس المال المتقنة (أسواق راس المال المعتمدة على التكنولوجيا المالية) حتى الآن تركز بشكل كبير على مبادرات المكتب الأمامي[1] مع التنفيذ والتجارة المسبقة...

ببساطة، تركز التكنولوجيا المالية على إنشاء مقترحات قيمة جديدة أو تحسين العروض الحالية. فهي تساعد في بناء القدرات التي يمكن أن تعزز العلاقة مع العملاء، وتخفيض التكاليف من خلال الاوتوماتيكية والتبسيط، وتسهيل الامتثال التنظيمي. كما أنها تتيح تفكيك سلسلة القيمة لأنها تصبح أكثر اندماجًا في سلسلة التوريد.

ومع ذلك، من أجل تحقيق التكنولوجيا المالية طفرة في إمكاناتها الكاملة، يجب التغلب على عدد من الحواجز في الطريقة التي تربط التكنولوجيا المالية ببنوك الاستثمار والنظام الإيكولوجي لأسواق رأس المال ككل. هذه الحواجز موجودة في مجالات تبسيط بنية تكنولوجيا المعلومات وتطوير معايير الصناعة وتحسين التعاون بين اللاعبين وتخفيف مخاطر العمل مع البائعين وغيرهم. علاوة على ذلك، يمكن القول بالقصور الذاتي من جانب المشغلين الحاليين: عدم القدرة على التنافس مع الميزة التنافسية التقليدية للوافدين الجدد. فالتغييرات التي تطرأ على بنية السوق نتيجة للتكنولوجيا ولوائح النظام وتحويل احتياجات العملاء تجعل من الضروري بالنسبة للبنوك الحالية اتخاذ الإجراءات الآن.

بالإضافة إلى ذلك، نظرًا لأن البنوك تنظر بشكل متزايد إلى شركات البيانات والتكنولوجيا، فإنها تحتاج إلى البدء في إدارة مجموعات الحوسبة وبياناتها وتحليلاتها كأصول قابلة للتسويق. يمكن للبنوك الاستفادة من الخبرة المكتسبة في مجالات عدة مثل خوارزميات التنفيذ، والوصول المباشر إلى الأسواق وخدمات الأوراق المالية، واستكشاف فرص الشراكات غير التقليدية. ومع ذلك، للمضي قدماً بكفاءة وفعالية، تحتاج البنوك إلى فهم تاريخ ونطاق مجال التكنولوجيا المالية بالكامل. [viii]

**الشكل 04: سوق Fintech العالمي: الإيرادات بمليارات الدولارات، 2017-2024.**




***Source:*** *Mordor Intelligence*

[1] في مجال التمويل، يشير مصطلح "المكتب الأمامي" إلى فريق من مشغلي السوق (التجار، جانب البيع، جانب الشراء، منتجات الاستثمار التجاري ...) الذين هم على اتصال مباشر بالأسواق في غرفة التداول. نشاطها الرئيسي هو إرسال الطلبات الى السوق، وصنع السوق، أي تحريك المشتريات والمبيعات نيابة عن شركة ما على سبيل المثال والمضاربة والوساطة والتحكيم. هناك العديد من المهن التي تشكل المكتب الأمامي ويمكن تقسيمها إلى عدة خلايا إقليمية أو وطنية أو دولية.

فقد بلغت قيمة السوق العالمية للتكنولوجيا المالية (المشار إليها باسم السوق المدروس) 108.36 مليار دولار أمريكي في عام 2018. ومن المتوقع أن يصل السوق إلى 221.64 مليار دولار أمريكي بحلول عام 2024، بينما سُجل معدل نمو سنوي مركب 11.72 ٪، خلال الفترة المتوقعة من 2019-2024 (فترة التنبؤ).

بلغت قيمة سوق المدفوعات الرقمية العالمية 90.27 مليار دولار أمريكي في عام 2018، ومن المتوقع أن تصل إلى 153.33 مليار دولار أمريكي بحلول عام 2024، بمعدل نمو سنوي مركب قدره 8.28 ٪. ويعزى نمو القطاع في المقام الأول إلى زيادة استخدام التطبيقات الرقمية من خلال محافظ المحمول التي تشجع المزيد من المعاملات غير النقدية. من المتوقع أن ينمو أكثر بسبب العدد المتزايد لمستخدمي الإنترنت في جميع أنحاء العالم.

يتصدر سوق آسيا والمحيط الهادئ للتكنولوجيا المالية (APAC Fintech) سوق التكنولوجيا المالية العالمية التي بلغت قيمتها 37.95 مليار دولار أمريكي والتي ساهمت بأكثر من 40٪ من إجمالي الأسهم العالمية. كما أنه ينمو بشكل أسرع مقارنةً بالمناطق الأخرى بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 16.37٪. ويعود السبب في ذلك إلى الحكمة التقنية للسكان الآسيويين عن طريق إجراء المعاملات المالية اليومية بالإضافة إلى إدارة مدخراتهم بسهولة باستخدام الحلول الرقمية.

تعد تكنولوجيا التأمين (Insurtech) والتكنولوجيا التنظيمية (Regtech) من أحدث القطاعات الرئيسية الناشئة التي شهدت تكاملًا فعالًا للتكنولوجيا في قطاع التأمين وكذلك في إدارة العمليات التنظيمية المشاركة في قطاع الخدمات المالية.[ix]

2. **مجالات التكنولوجيا المالية fintech التي تؤثر على تنمية أسواق رأس المال:**

لطالما استخدمت التكنولوجيا المالية على نطاق واسع في أسواق رأس المال، إلا أن تطبيقاتها توسعت في السنوات الخمس الماضية وأثارت العديد من التحديات السياسية.

ان هناك ثلاثة مجالات رئيسية تؤدي فيها التكنولوجيا المالية fintech إلى إحداث تغييرات جوهرية يمكن أن تؤثر على تنمية أسواق رأس المال:

أ. **تمويل بديل**: تستخدم التطبيقات (مثل التمويل الجماعي والتمويل الدولي) بشكل متزايد لتوسيع خيارات التمويل للمشاريع الصغرى والصغيرة والمتوسطة والشركات الناشئة. ومع ذلك، فقد أثاروا أسئلة مهمة في السياسة فيما يتعلق بمتطلبات الإفصاح وقابلية تنظيم الأوراق المالية وحماية المستثمر.

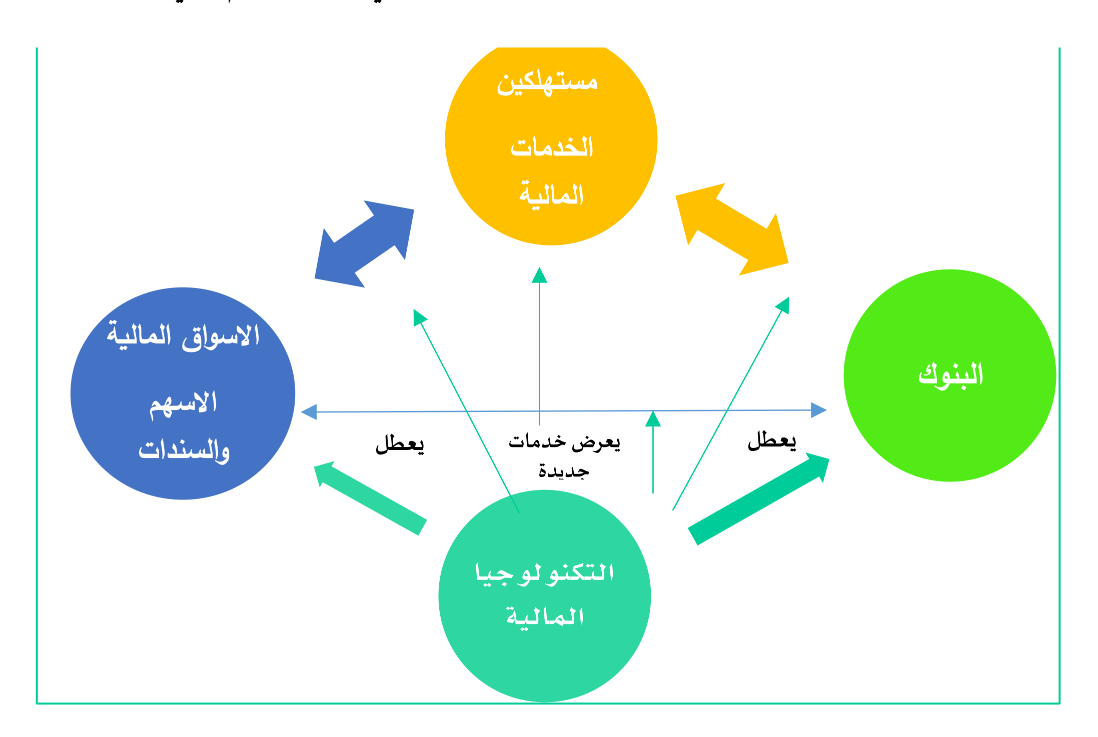
ب. **منصات لتوزيع المنتجات**: على وجه الخصوص فيما يتعلق بتوزيع الأموال، حيث تمكن المستثمرين أو المستشارين الماليين أو مديري الثروات من الاختيار من بين مجموعة أوسع من منتجات الاخرى التي قد تؤثر على تنمية سوق رأس المال. يمكنهم أيضًا تقليل تكاليف المنتج والسماح باتخاذ قرارات

مستنيرة بشكل أفضل. تم تطوير معظم منصات توزيع الأموال في الاقتصادات المتقدمة، ولكنها تحقق نجاحًا كبيرًا في الأسواق الناشئة الأكبر (مثل الهند وكوريا والمكسيك).

ج. **المشورة في مجال الاستثمار**: حيث ان (المستشارون الآليون) يقومون بتقديم خدمات إنشاء وإدارة المحافظ الآلية (معظمها على صناديق المؤشرات[1] منخفضة التكلفة والصناديق المتداولة في البورصة). هذا يقلل من التكاليف ويجعل خدمات إدارة المحافظ متاحة للمستثمرين الأصغر.

توجد هذه التطبيقات في الغالب في العديد من الاقتصادات المتقدمة (بشكل رئيسي الولايات المتحدة) وبدرجة كبيرة في الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية (مثل البرازيل والصين والهند) ، ولكن يزايد الاهتمام بها في البلدان ذات الدخل المنخفض (على سبيل المثال ، كينيا).[x]

**الشكل 05: التكنولوجيا المالية Fintech والتغييرات في هيكل النظام المالي.**




***Source:*** *Maria Demertzis, Silvia Merler and Guntram B. Wolf, Capital Markets Union and the fintech opportunity, Policy Contribution Issue n°22 | September 2017 , p04.*

[1] صندوق المؤشر هو نوع من صناديق الاستثمار المشترك مع محفظة تم إنشاؤها لتتناسب مع مكونات مؤشر السوق المالية أو تتبعها ، مثل مؤشر ستاندرد آند بورز 500 (S&P 500). يقال إن الصندوق المشترك للمؤشر يوفر تعرضًا واسعًا للسوق ونفقات تشغيل منخفضة وحجم تداول منخفض. تتبع هذه الصناديق مؤشرها الرئيسي بغض النظر عن حالة الأسواق.

## 3. متطلبات اعتماد أسواق رأس المال للتكنولوجيا المالية

**الشكل06: ست خطوات لاعتماد أسواق رأس المال للتكنولوجيا المالية**

**01 الرؤية و إستراتيجية**

انشاء تكنولوجيا مالية يميل إلى نبنيها بشكل كبير في المناطق الحضرية.

إنشاء رؤية متماسكة وداعمة للأعمال الحرة واستراتيجية ل FinTech على مستوى المدينة.

النظر للتكنولوجيا المالية في سياق عالمي اوسع و تصديرها.

**02 التزام**

من المهم للحكومة (والوكالات التنظيمية) الإعلان علنا عن دعم مرتبط بدعم تطور القطاع التكنولوجيا المالية.

تعظيم الفرصة يستغرق التزام قوي من الحكومة و صناعة.

**03 ترتيب**

لتسريع تطوير قطاع FinTech وجب المحاذاة (الترتيب) و تنسيق النشاط و الاستثمار (الحكومة، المنظمين، الشركات الناشئة ، الصناعة ، الأكاديميات).

استكشاف الفرص المجاورة و الفوائد عبر القطاعات، على سبيل المثال الخدمات المالية، خدمات الخبراء.

**04 السهولة**

الحسم لأي شركة ناشئة هو الوصول إلى الأموال والخبرات.

أبعد من هذا، هناك هو أيضا حاجة للولوج إلى المنظمين، الحكومة و البيانات.

على الحكومة توفير نقطة اتصال للشركات الناشئة لإزالة البيروقراطية.

البنوك تحتاج إلى نقطة واضحة لادخال FinTech اين يمكن لمختلف أصحاب المصلحة العمل سويا.

**05 تعاون**

ضرورة انشار ما يسمى "مركز الثقل" أوالنقطة البؤرية.

تتطلب FinTech أنشاء أسواق مال و منظمات و مشاريع جديدة للعمل سويا.

تشارك المشاكل و خلق بيئة آمنة البيئات لتشجيع الابتكار

**06 ترويج**

أسواق المال و FinTech على حد سواء بحاجة الى حامي وصوت مسموع على المستوى المحلي والمستويات العالمية.

يتطلب أن يتوفر مستوى معين من الصناعة وأيضا مستوى سياسي معين.

يمكن أن يستخدم الترويج كأداة فعالة لجذب رأس المال، الاستثمار وأفضل المواهب (محليا، إقليميا وعلى الصعيد العالمي).

***Source:** Bob Hayward, Ian Pollari, the perfect storm of technology and capital market, modern history of fintech, 2015 KPMG, p 04.*

# III. التكنولوجيا المالية Fintech في العالم و العالم العربي واقع و افاق:

## 1. التجربة الماليزية في التكنولوجيا المالية من التجارب الرائدة لاعتماد التكنولوجيا المالية:

أعلن محافظ البنك المركزي الماليزي السيد محمد بن إبراهيم عن إنطلاق برنامج: عندما يتعلق الأمر بالابتكار والتمويل المتوافق مع الشريعة الإسلامية، يمكن أن تقدم ماليزيا مثالًا مثيرًا للاهتمام آخر. في بداية عام 2016، تم تنفيذ منصة حساب الاستثمار (IAP) في البلاد.[x]

تم انشاء (The Investment Account Platform) [1] في شهر إبريل من سنة 2016 حيث يتم ربط الدائنين، البنوك، المشاريع التي تبحث عن تمول من خلال برامج تقنية متطورة وذات كفاءة عالية. ويعتبر هذا المشروع بمثابة أول بنك وسيط ماليزي يعتمد التكنولوجيا المالية بشكل كامل ويقدم

---

[1] كان الهدف منه تمهيد الطريق لوضع إطار للامتثال الشرعي المتكامل لعمل المؤسسات المالية الإسلامية في ماليزيا، ومع بدء تطبيق هذا القانون، ألغيت عدة تشريعات منفصلة أخرى وهي قانون البنوك الإسلامية لعام 1983، وقانون التكافل 1983، وقانون أنظمة الدفع 2003 وقانون الرقابة على النقد 1953، ومن بين السمات البارزة لهذا القانون الشامل هو فرض الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية، على المؤسسات المالية الإسلامية لضمان أن تكون أهدافها وأنشطتها متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية كجزء من الحوكمة الشرعية للنظام المالي الإسلامي في ماليزيا.

التمويل للمشاريع الصغيرة والمتوسطة. ويضم هذا المشروع ستة بنوك إسلامية ماليزية وتمويل قدره 150 مليون رينجت[xii]. (ما يعادل 45 مليون دولار أمريكي) كدفعة أولية.[xiii]

كان الغرض من هذه المنصة هو الجمع بين المشروعات التي تحتاج إلى تمويل والمستثمرين. دور البنك هو عدم توفير التمويل. بدلاً من ذلك، يوجد البنك لضمان امتثال المشروع لأحكام الشريعة الإسلامية؛ لا سيما أنه ليس مخاطرة كبيرة. تتمثل الخطوة التالية للبنك في فحص مقدم المشروع وتعيين تصنيف ائتماني له. عند الانتهاء من ذلك، "يتم تحميل المشروع على منصة حيث يمكن للمستثمرين اختيار الاستثمار حسب شهيتهم للمخاطر". على وجه الخصوص، خصصت الحكومة الماليزية 47.8 مليون دولار للشركات الناشئة في إطار صندوق خطة ضمان رأس المال العامل (WCGS). بالإضافة إلى ذلك ، قام البنك المركزي الماليزي والجهة المنظمة للرقابة المالية ، بنك نيجارا ماليزيا ، في إطار سعيهما لتهيئة بيئة ودية للشركات الصغيرة والمتوسطة المهتمة من FinTech ، بإعداد إطار عمل تنظيمي لمشاريع FinTech.[xiv]

تم تطوير IAP من قبل وحدة مملوكة بالكامل من رائد القابضة ، ف IAP هي عبارة شركة محدود (Integrated Sendirian Berhad Company)[1]، التي تضم كونسورتيوم من ست مؤسسات مصرفية إسلامية :

- أفين بنك إسلامي بي اتش دي (Affin Islamic Bank Bhd) ،
- بنك اسلام ماليزيا بي اتش دي(Bank Islam Malaysia Bhd) ،
- بنك معاملات ماليزيا بي اتش دي (Muamalat Malaysia Bhd) ،
- ماي بنك اسلامي بي اتش دي (Maybank Islamic Bhd)،
- بنك كيرجاساما ركيات ماليزيا بي اتش دي(Kerjasama Rakyat Malaysia Bhd)،
- بنك سيمبانان ناسونال(Bank Simpanan Nasional).[xv]

ويعود الفضل لهذا التطور هو إعتماد قانون الخدمات المالية الإسلامية (IFSA) سنة 2013 اين شهدت ماليزيا تطورا مهما في تعزيز الإطار التنظيمي والرقابي للصناعة المالية الاسلامية الذي دخل حيز التنفيذ في 30 جوان 2013.[xvi]

[1] حاليًا ، يُسمح فقط بتأسيس معظم الشركات في ماليزيا كشركات مدمجة محدودة بالأسهم. وهذا يعني أن الشركة التي تم تشكيلها مع التزامات مساهميها محدودة برأس مال مستثمر في الشركة.

هذا النوع من الشركات هو كيان قانوني منفصل عن مالكيها. هذا يعني أن الشركة تعتبر "شخصًا" قانونيًا يمكنه شراء أو بيع الممتلكات، والدخول في عقود قانونية ، والمقاضاة.

**الشكل 07 : تطور المالية الإسلامية في ماليزيا**

| المرحلة 01<br>بناء الأساس | المرحلة 02<br>بناء المؤسسات | المرحلة 03<br>• ظهور النظام المالي الثنائي<br>• المشهد المالي الإسلامي | المرحلة 04<br>• تنويع المنتجات<br>تعزيز الامتثال للشريعة |
|---|---|---|---|
| - التشريعات الخاصة بإنشاء البنوك الإسلامية ومؤسسات التكافل.<br>- تشريعات تمكين الحكومة من الاستفادة من وسائل التمويل الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.<br>- الجانب المتميز في المعاملات المالية الإسلامية. | - تشريعات خاصة بإنشاء نوافذ على مستوى البنوك الإسلامية.<br>- انشاء مجلس استشاري شرعي على مستوى بنك نغارا ماليزيا (BNM).<br>- انشاء سوق بين البنوك اسلامي. | - الاعتراف بالنظام المالي الثنائي في ماليزيا و تكليف بنك نغارا بتطوير النظام المالي.<br>- دخول بنوك إسلامية اجنبية و الفروع الإسلامية.<br>- انشاء موسسات مختلفة لتنمية المواهب ( IBFIM (ISRA, INCEIF .<br>- إطلاق MIFC كجدول أعمال وطني لتطوير الصناعة الماليزية الإسلامية الدولية. | - الاعتراف بالحساب الاستثماري(IA) تحت قانون الخدمات المالية الإسلامية (IFSA) الذي يمهد الطريق الى تنويع اعمال البنوك الإسلامية.<br>- شرط مراقبة الالتزام الصريح من طرف مؤسسة التمويل الإسلامي |
| سنوات 1980 | سنوات 1990 | سنوات 2000 | سنوات 2010 |

*Source; ISLAMIC INVESTMENT PRODUCTS August 2017 islamicbankers.files.wordpress.com/2015/08/investment-account-august-2017-ibrc.pdf*

على غرار العديد من منصات FinTech مثل التمويل الجماعي ومنصات الإقراض (crowd funding) من نظير إلى نظير(peer-to-peer) ، يسهل IAP الاستثمار المباشر من قبل المستثمرين في مشاريع قابلة للاستمرار من اختياراتهم ، ومع ذلك ، فإن أحد العوامل الرئيسية التي تميز IAP هو الأدوار التي تقوم بها المؤسسات المالية الدولية. ف IAP يوفر للمستثمرين إمكانية الوصول المباشر إلى مجموعة واسعة من الفرص الاستثمارية، والشركات والبنوك الإسلامية بمصدر تمويل جديد.[xvii]

كما يهدف هذا الدعم إلى تحويل هذه المنصة إلى سوق مركزي لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة، ويتوقع من هذه المنصة أن تعزز استخدام أدوات وعقود التمويل الإسلامي القائمة على مشاركة المخاطر وعلى أسهم رأس المال من خلال استقطاب المستثمرين من المؤسسات والأفراد للاستثمار في السوق المالي الإسلامي من خلال تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحيوية، وبالإضافة إلى ذلك، سوف تخصص "تابونج هاجي" مبلغ 200 مليون رنجت ماليزي لبنك إسلام لإنشاء حساب الاستثمار المقيد المتوافق مع الشريعة الإسلامية.[xviii]

### 2. منصات التمويل البديلة في إفريقيا والشرق الأوسط

تم دمج منصات التمويل البديلة عبر الإنترنت في جميع أنحاء إفريقيا والشرق الأوسط، مع بقية العالم، وبدأت التداول تقريبا حوالي عام 2010 فصاعدًا. حيث يوجد هناك عدد كبير من المنصات تعمل محليا وايضا عدد كبير من المنصات التي يقع مقرها الرئيسي خارج إفريقيا والشرق الأوسط، والتي توفر التمويل لجمع التبرعات الفردية والتجارية في كل من هذه المناطق، لا سيما في إفريقيا.

فيما يتعلق بتمويل الناتج عم المالية البديلة في إفريقيا والشرق الأوسط، تم انشاء هيكل سوق مماثل في عام 2015. في الشرق الأوسط، تم جمع 87 ٪ من إجمالي التمويل من خلال المنصات، وبلغ إجمالي التمويل إلى 150 مليون دولار أمريكي. جمعت المنصات الأجنبية خارج الشرق الأوسط أكثر من 20 مليون دولار للمنطقة وحوالي 13 ٪ من إجمالي حجم السوق.

في إفريقيا، كما تم تحديده في دراسة جرت العام الماضي، تم جمع معظم التمويل من خلال المنصات الموجودة خارج إفريقيا والتي تزيد قيمتها على 130 مليون دولار أمريكي والتي تمثل 88٪ من إجمالي السوق. تم جمع ما يقرب من 17.5 مليون دولار أمريكي عبر منصات تقع داخل إفريقيا.[xix]

وفقًا لتقرير حالة "Fintech لعام 2017 الذي أعدته Wamda (منصة تعزز روح المبادرة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا) و Payfort (مزود خدمات الدفع التي تركز على الشرق الأوسط) ، فإن "الارتفاع الحاد لشركة FinTech في جميع أنحاء العالم العربي ينبع على الأرجح من 4 عوامل فريدة تجعل منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مثالية لأساليب جديدة ومبتكرة للتمويل:"

حاليًا، ما زال 86٪ من البالغين في المنطقة لا يملكون حسابات بنكية، ويعتمدون بشكل شبه حصري على النقد مقابل مشترياتهم. الشركات التي تغلبت على هذه العقبة سيكون لديها عملاء محتملون كبيرون للحفاظ على نموهم وتعزيز الاندماج المالي.

يمثل إقراض الشركات الصغيرة والمتوسطة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا نصف المتوسط العالمي، مما يترك مجالاً للشركات الجديدة المبتكرة لتوفير التمويل. و بالتالي فالتجارة الإلكترونية تنمو بسرعة في المنطقة ومن المقرر أن تتضاعف أربع مرات خلال السنوات الخمس المقبلة .و أخيرًا، أشار التقرير انه 1 من كل 2 عميل بنكي أنهم مهتمون بتجربة الخدمات الرقمية الجديدة.

وقد تصدرت دبي مدن الشرق الأوسط وإفريقيا في ميدان التقنية المالية، فحضرت على قائمة المدن العشر الأولى في مؤشر وجهات التقنية المالية الصادر عن مجلة «ذا بانكر»، محتلة المركز الأول على المستوى الإقليمي، والمركز العاشر عالمياً إلى جانب برلين .وحسب المؤشر تفوقت دبي على وجهات عدة من حيث تبني التكنولوجيا، فجاءت في المركز الرابع متفوقة على هونغ كونغ

وفانكوفر وبرلين وسنغافورة. كما حازت مجموعاً جيداً في حقل المواهب والابتكار بمجموع 66 درجة متفوقة على شنغهاي وسايغون. ومن حيث نضج المناخ الاقتصادي تفوقت على مدن مثل مونتريال وهونغ كونغ، وسدني بمجموع 54 نقطة. كما تفوقت في مؤشر الدعم الحكومي الفرعي على برلين وشنغهاي وبوسطن وسليكون فالي .واحتلت سليكون فالي المركز الأول، ونيويورك المركز الثاني، ولندن الثالث وبوسطن الرابع وشنغهاي الخامس.[xx]

أ. **التجربة البحرينية:**

- **تحالف « ALGO** : تحالف « ALGO سيطلق 22 منصو الكترونية عام 2022 ،»وهو منصة للبنوك الإسلامية في عالم التكنولوجيا المالية أسسها بيت التمويل الكويتي – البحرين، ومجموعة البركة المصرفية وبنك البحرين للتنمية، الإعداد لإطلاق خمس عشرة منصة للتكنولوجيا الرقمية عام 2022 في دول مجلس التعاون الخليجي والأسواق الناشئة. ومن المتوقع أن ينضم إلى هذا التحالف ثمانية بنوك إسلامية أخرى[xxi].

ويهدف "ألكو البحرين "ALGO Bahrain – إلى استعادة نمو صناعة الصيرفة الإسلامية العالمية من خلال تعزيز الشمول المالي وخلق فرص عمل جديدة وتوجيه استثمارات جديدة إلى القطاعات الاقتصادية الحرجة في دول مجلس التعاون الخليجي والأسواق الناشئة، وسيعمل نموذج "ألكو البحرين" على خفض تكلفة الابتكار بالنسبة للبنوك الأعضاء مع تسريع قدرتها نحو السوق، وسيكون لذلك أثراً مباشراً على تحسين ربحية ونمو البنوك.

تجدر الإشارة إلى أن مملكة البحرين تتحول بخطى سريعة لأن تصبح مركزاً للتقنية المالية، وقد أطلق مصرف البحرين المركزي في وقت سابق من هذا العام مختبراً تنظيمياً للشركات الناشئة في قطاع التكنولوجيا المالية بالتعاون مع مجلس التنمية الاقتصادية في البحرين واتحاد التكنولوجيا المالية في سنغافورة حيث تم الإعلان عن افتتاح خليج البحرين للتكنولوجيا المالية، وهو أكبر مركز متخصص في التكنولوجيا المالية بمنطقة الشرق الأوسط وأفريقيا.[xxii]

- **خليج البحرين للتكنولوجيا المالية**: دشن مركز خليج البحرين للتكنولوجيا المالية BFB أعماله باحتفال أعلن فيه عن مجموعة الشركاء المؤسسين ومجموعة من الشركات الناشئة التي سيحتضنها، ويُعد هذا المركز من أكبر مراكز تطوير التكنولوجيا في الشرق الأوسط وأفريقيا، وسيعمل مع مؤسسات قيادية في القطاع والشركات الناشئة محلياً وإقليمياً وعالمياً، لدفع عجلة النمو نحو الابتكار وخلق فرص تطوير جديدة...

وتوقع الرئيس التنفيذي لخليج البحرين خالد سعد، أن يصبح المركز من أكبرا لمؤسسات وأكثرها ريادة في العالم والمنطقة وقال: «هذا المشروع مدعوم مالياً ولوجستياً وتقنياً وفنياً وهناك اكثر من 30 شركة مصرفية تدعمه منها :بنك البحرين الوطني، بنك البحرين والكويت والبنك الأهلي المتحد، وبنك إثمار وبنك البركة وبيت التمويل الكويتي، والبنك الفرنسي، وأميركان

اكسبريس، أركابيتا، شركة بن هندي وميكروسوفت، والمشروع يدعم الابتكار، ويزيد من مكانة البحرين، فمثلاً مشروع (إعرف عميلك إلكترونياً) سيساعد على تطوير المنتجات وسرعة توفير فرصة إيجابية للبحرين في القطاع المالي، ويمكن أن يستقطب شركات محلية وخليجية وعالمية، ونتمنى في خلال سنة واحدة أن يحتضن المشروع حوالي 60 شركة في مجال الابتكار وتقنية المعلومات، حيث إننا نقوم بإنهاء إجراءات عشر شركات حالياً أكدت وجودها في البحرين منها 5 شركات عالمية[xxiii].

ب. **التجربة الإماراتية:**

أطلق مجلس التنمية الاقتصادية وشركة "بيهايف"، منصة "بيهايف" للتمويل الجماعي القائم على الإقراض، والتي ستفتح أمام المشاريع الصغيرة والمتوسطة في البحرين سبل تمويل جديدة، وتساعد في تعزيز الابتكار بالمملكة والمنطقة.

وتعد "بيهايف" التي أطلقت في دبي عام 2014 ،أول منصة إقراض جماعي مباشر في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وواحدة من المنصات الرائدة في قطاع التكنولوجيا المالية في المنطقة. وتستخدم المنصة تقنية التمويل الجماعي المبتكرة للحد من تكاليف وصعوبات التمويل التقليدي، عبر الربط المباشر للشركات مع المستثمرين، لتكون النتيجة عملية تمويل أكثر كفاءة وانسيابية تمنح الشركات وصولا أسرع إلى قروض منخفضة التكلفة، وعوائد أفضل للمستثمرين على أموالهم، وذلك وفق مستويات مخاطر مختلفة [xxiv].

تمكنت منصة "بيهايف Beehive "،وهي أو: منصة تمويل مباشر معتمدة بشكل مستقل وتمثل لأحكام الشريعة الإسلامية في العالم، من ضخ 82 مليون درهم إماراتي (حوالي 2 ماليين دولار) إلى أكثر من 21 شركة صغيرة أو متوسطة في عامها الأول[xxv].

3 . **متطلبات نجاح التكنولوجيا المالية في مجلس التعاون الخليجي:**

**الجدول 02: عوامل نجاح النظام البيئي FinTech في دول مجلس التعاون الخليجي**

| | |
|---|---|
| **الدعم الحكومي / التنظيمي** | يسهل وضع الحكومة وتأثيرها القوي في التنمية الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي وضع النظم الإيكولوجية للتكنولوجيا المالية وتنظيمها في مرحلة مبكرة.<br>- الدعم التنظيمي المستمر يضمن التطوير المستمر للنظام البيئي. |
| **بيئة الأعمال / الوصول إلى الأسواق** | -اغتماد مجتمع ناشئ للتكنولوجيا الديناميكية يعمل على التطورات الرقمية المتطورة "المصممة" خصيصا للشرق الأوسط (على سبيل المثال ، الاحتياجات العربية والثقافة واللغة)<br>بفضل طبيعتها العالمية، فيما يتعلق بكل من تجمع المواهب ووجود المؤسسات الدولية، فإن دول مجلس التعاون الخليجي جذابة للغاية للمواهب الإقليمية والدولية. |
| **الحصول على رأس المال** | يمكن لبرامج التمويل التي تقودها الحكومة (مثل ، حاضنة حمدان للابتكار ، سعيد للاستثمار الناشئة ، In5) والرأسماليون المغامرون ، والجهات الفاعلة في الخدمات المالية المحلية أن توفر تمويلًا مبكرًا للشركات التكنولوجيا المالية الناشئة. |
| **الخبرة المالية** | تمشيا مع الوصول إلى رأس المال، يمكن أن توفر مختلف الهيئات الحكومية والمؤسسات المالية الدولية والمحلية الخدمات الاستشارية المطلوبة والعناية الواجبة والضغط من أجل إعداد النظام الإيكولوجي الأساسي. |

***Source:*** *Daniel Diemers , Abdulkader Lamaa , Jean Salamat , Tom Steffens , Developing a FinTech ecosystem in the GCC Let's get ready for take off, Strategy& is part of the PwC network, 2015, p07.*

## الخــــاتمــــة:

يعتبر اعتماد التكنولوجيات الحديثة في المالية من قبل الدول العربية والإسلامية، خاصة ما يتوافق منها مع الشريعة الاسلامية مبادرة استراتيجية لتطوير أسواق التمويل بالعالم العربي ولتجهيز المصارف الإسلامية للنقلة النوعية القادمة في القطاع المصرفي و لمواصلة النمو الذي تحققه صناعة الصيرفة الإسلامية من خلال تعزيز الشمول المالي ، خصوصا لما توفره التكنولوجيا المالية من امتيازات، حيث تساعد على إيجاد وابتكار وتنفيذ حلول تكنولوجيا مالية منخفضة التكلفة وسريعة مما يحسن الربحية و يزيد من تنافسيتها، ناهيك عن خلق فرص عمل جديدة وتوجيه استثمارات جديدة إلى القطاعات الاقتصادية.

ولعل التحول الى التكنولوجيات الحديثة حتمية لا بد منها، مما يعني ان عدم تبنيها قد يسبب انتكاسة للقطاع المالي والمصرفي وتأخره، غير ان هذه الحتمية لابد تكييفها أولا مع واقع النظام مالي المعتمد من قبل الدولة، وتبني ما لا يخالف الأعراف والقيم الإسلامية، بمعني اعتماد التكنولوجيا المالية التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية والاعتناء بالابتكار في هذا المجال من خلال خلق منتجات إسلامية تعتمد على التكنولوجيا لمسايرة التطورات الأخيرة في هذا المجال.

ورغم الجهد المبذول في هذا المجال حيث تعمل العديد من الدول الخليجية على هذا النهج حيث انه تم وضع خطة عمل طموحة للدول الخليجية تهدف إلى طرح 15 منصة تكنولوجيا مالية في القطاع المصرفي في المدى المتوسط أي في غضون 5 سنوات، الا ان مستوى السوق العربي اكبر من مما حقق او يراد تحقيقه في المرحلة المقبلة حيث ان التكنولوجيات الحديثة وان بدأ انتشارها بشكل تدريجي في مجلس التعاون الخليجي هي دون المستوى في المغرب العربي الذي لا يزال متأخرا في هذا المجال عن دول العالم وحتى بعض الدول الافريقية، رغم ان سوق المغرب العربي يمثل ثلث السوق العربي من حيث الكثافة البشرية ويتفوق على نظيره الخليجي في هذا المجال، من حيث عدد الافراد الذين يمكن ان يستفيدوا من التكنولوجيا المالية ناهيك هن عدد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي تنشط بالمنطقة مما قد يساهم في خلق فرص عمل إضافة الى المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي.

لذا وجب التفكير الجدي في جميع المزايا التي ممكن ان يجنيها القطاع المالي من ادماج التكنولوجيا المالية في المعاملات اليومية والفرص المتاحة لاعتماد هذا النوع منها لجميع القطاعات دون استثناء.

**نتائج الدراسة:**

هناك عدة نتائج يمكن استخلاصها حيث انه يجب:

- تتيح الخدمات جديدة، إضافة الى تعزيز الجودة وتقليص التكلفة، كما تسمح بادخال أساليب تمويلية جديدة تعزز من دور الأسواق المالية.
- ضعف المبادرات في هذا المجال حيث انه من بين أكثر من 20 دولة عربية لم تجسد مشاريع حقيقية في هذا المجال وان اقتصرت التجربة على بعض التجارب الفتية لبعض الدول الخليجية.
- هناك تأخر ملحوظ في التطور المالي على المستوى العربي ناتج عن عدم مواكبة القطاع المالي والمصرفي للتغيرات التي حدث بعد الازمة المالية العالمية في جميع المجالات المالية منها الاعتماد علة التكنولوجيا المالية.
- الاستفادة من التطور الناجم عن الابتكار و الابداع التكنولوجي السريع، و الاستفاد من التجارب الإسلامية سواء كانت في الدول العربية او الأجنبية، و تبني ما يتوافق منه مع الشريعة الإسلامية لخلق نظام تمويلي مستدام.
- على الدول العربية والإسلامية البذل مزيد من الجهد لتحسين الخدمات المالية وإدخال التكنولوجيات الحديثة في التمويل لترقية القطاع المالي و المصرفي، ناهيك عن اعتماد أنظمة وقوانين تحمى المتعاملين في هذا المجال.

# المراجـــــع:

[i] christopher o'driscoll magnus krusberg michal gromek peter popovics robin teigland shahryar siri tim sundberg, the next wave of fintech contributors: alejandro puertas , STOCKHOLM SCHOOL OF ECONOMICS, pa, ISBN: 978-91-773-058-7, p 11.

[ii] Aldwin BLANC (2017), Les Fintech sont-elles une opportunité ou une menace pour les banques traditionnelles ?, Travail réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES, Haute École de Gestion de Genève (HEG-GE).p02.

[iii] Sound Practices(2018), Implications of fintech developments for banks and bank supervisors, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, ISBN 978-92-9259-128-1, p08.

[iv] Bahrain FinTech Ecosystem Report, 2018 Bahrain FinTech Bay (https://www.fintech-galaxy.com), p 10.

[v] غيتا شابسيغ واخرون، أجندة مؤتمر بالي للتكنولوجيا المالية . وثيقة مبدئية، مجموعة البنك الدولي/صندوق النقد الدولي، 19أيلول/سبتمبر 2018، ص 04.

[vi] غيتا شابسيغ و اخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 04.

[vii] http://www.uabonline.org/en/magazine/latestarticles/fintechinthearabworld/50663/0 (19/08/2019)

[viii] Philippe Morel et all, Fintech in Capital Markets (A Land of Opportunity),The Boston Consulting Group, Novembre 2016, p 03.

[ix] https://research.mordorintelligence.com/?report=65997(19/08/2019)

[x] Imf Staff , Imf Policy Paper , Fintech: The Experience So Far World Bank Group, International Monetary Fund, June 2019 ,P 33.

[xi] Maria Todorof, 2018, Shariah-compliant FinTech in the banking industry, ERA Forum, springer ,Volume 19, Issue 1, p14.

[xii] https://islamonline.net/18476 ( 22/08/2019)

[xiii] إبتسام ساعد ورابح خوني، تجربة المصرفية الإسلامية في ماليزيا تقييم أداء المصارف الإسلامية للفترة: 2008-2015، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30، سبتمبر 2017، ص 348.

[xiv] Maria Todorof, 2018, op cit, p15.

[xv] syaima' adznan, investment account: issues, challenges and the way forward, JMFIR, vol 15 n01 june2018, p 05.

[xvi] Central Bank of Malaysia, laws of Malaysia, Act 756: Islamic Financial Services, 22 Mar 2013, p 1.

[xvii] Bank Negara Malaysia, Islamic Finance Islamic Finance Technology & Innovation, www.mifc.com 2016, p02.

[xviii] إبتسام ساعد ورابح خوني، مرجع سبق ذكره ص 348.

[xix] The 2nd Annual Middle East & Africa Alternative Finance Industry Report, Cambridge Judge Business School, Published on Jun 11, 2018, p 08.

[xx] 2018 اتحاد المصارف العربية (آذار/ مارس ، ص 86.)

[xxi] 2018 اتحاد المصارف العربية (آذار/ مارس ، ص 98.)

[xxii] https://www.albaraka.com/ar/default.asp?action=article&id=3681 (12/08/2019)

[xxiii] 2018 اتحاد المصارف العربية (آذار/ مارس ، ص 80.)

[xxiv] المنامة - مجلس التنمية إطلاق منصة "بهايف" للتمويل الجماعي فرص جديدة متاحة أمام المشاريع الناشئة والمستثمرين، البلاد، السنة 11، العدد 3794، الثلاثاء 05 مارس 2019.

[xxv] مليكة بن علقمة ويوسف سائحي، دور التكنولوجيا المالية في دعم قطاع الخدمات المالية والمصرفية، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، 8302 السنة 30: العدد 07، ص 100.



# تأثير الأســواق المــالية على الخريطة الاستثمارية للدولة

أ.أحــمد يحي مطر - مصـــر
باحث دكتوراه في الاقتصاد والتمويل الإسلامي

**مشكلة البحث:**

تكتسب الخريطة الاستثمارية للدولة أهمية كبيرة لأى دولة تسعى لتحقيق التنمية للاقتصادية والاجتماعية الحقيقية فى فترة وجيزة ومحددة.

وبالرغم من أن بعض الدول تقوم بطرح خرائط استثمارية كنموذج للتخطيط الاقتصادى المناسب لموارد تلك الدول إلا ان نجاح تطبيق هذا النموذج المسمى بالخريطة الاستثمارية يتوقف على توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الواردة بالخريطة من خلال جذب المدخرات المحلية وجلب الاستثمارات الأجنبية.

ولا شك أن تشجيع الادخار وتحريك الفوائض إلى الاستثمار فى الشركات القائمة على تنفيذ المشروعات الانتاجية لا يتم إلا من خلال الأسواق المالية بأنواعها سواء كانت أسواق النقد أو الأسواق الاوراق المالية.

ومن هنا تظهر مشكلة البحث فى عدم توافر الأسواق المالية المتطورة والمناسبة للقيام بالدور المطلوب منها للتعامل مع الخريطة الاستثمارية بما يحقق مستهدفاتها ويوفر أسباب نجاح تطبيقها وسبب ذلك هو عدم إدراك الأسواق المالية لحجم تأثيرها على الخريطة الاستثمارية للدولة من حيث دورها فى رسم الخريطة واختيار المشروعات الانتاجية المناسبة للطرح ودراسة حجم السيولة المطلوبة لتمويل هذه المشروعات ودورها فى مراحل الاصدار والاكتتاب وتمويل التوسعات وما يمكن أن تساهم به فى التحكم فى السياسات المالية والنقدية والمصرفية المؤثرة فى الخريطة الاستثمارية مثل سعر الفائدة وسعر صرف العملة المحلية وعرض النقود وتكوين الصناديق الاستثمارية وإنشاء الشركات المتخصصة فى التعامل فى سوق الأوراق المالية من أسهم وصكوك.

**أولا: أهمية البحث:**

1- تعاني معظم الدول الإسلامية من حالة التخلف الحضاري والاقتصادي في الوقت الذي تقدمت فيه دول الغرب أوروبا وأمريكا، وأصبح البون شاسعا في الأربعة قرون الماضية، بدرجات مختلفة، ولا شك أن استمرار هذه الحالة في القرن الأخير، والذي ازداد تفاقما، بالرغم من اكتشاف الثروات الهائلة، له أسباب عديدة من بينها غياب الرؤية الاستراتيجية، القادرة على إحداث الطفرة الاقتصادية المطلوبة للحاق بالدول التي تقدمت وارتفعت إلى مصاف الدول الغنية والقوية والحديثة.

2- ولتحقيق التقدم المنشود، لابد من استخدام التخطيط الاقتصادي السليم والأمثل للاستفادة من الإمكانات المتاحة لأن الرؤية الاستراتيجية المفقودة هي التي توضح بالأرقام والأزمنة كيفية الانتقال من حالة التخلف والفقر وإهدار الثروات إلى حالة التقدم والاكتفاء والرخاء والتطور والحداثة.

3- وتعد الخريطة الاستثمرية للدولة نموذجا تطبيقيا لهذا التخطيط الاقتصادى السليم لأنها تحقق أهداف الرؤية الاستراتيجية ومستهدفات التنمية الاقتصادية الكمية والكيفية.

4- ولا شك أن نجاح نموذج الخريطة الاستثمارية للدولة يتوقف على عوامل عدة من أهمها توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الانتاجية الواردة بالخريطة الاستثمارية.

5- ومن هنا تتاكد اهمية البحث حيث أن الأسواق المالية بأنواعها هى المعنية بتوفير هذه الموارد المالية، وهى القادرة على ضخ السيولة اللازمة لتمويل هذه المشروعات من خلال نقل وحدات الفائض المالى لدى المدخرين إلى وحدات العجز المالى لدى المستثمرين.

6- كما أن دور الأسواق المالية لا يتوقف على الدور التمويلى فحسب ولكن يمتد إلى تأثيرات مختلفة أخرى من خلال التأثير على سعر صرف العملة وسعر الفائدة، وعرض النقود، وغير ذلك من السياسات المالية والنقدية والمعرفية.

**ثانيا: هدف البحث :**

يهدف البحث إلى:

1 – دراسة وتحليل تأثير الأسواق بأنواعها على الخريطة الاستثمارية للدولة.

2- بلورة المحاور الرئيسية التى يمكن من خلالها تفعيل دور أسواق النقد وأسواق رأس المال فى رسم وصياغة وتمويل الخريطة الاستثمارية.

3- توضيح حجم الارتباط العضوى بين الأسواق المالية والخرائط الاستثمارية من حيث توضيح مدى احتياج كل منهما إلى الآخر.

**ثالثا: أسئلة البحث:**

السؤال الرئيسى: **ما هو تأثير أسواق المال على الخريطة الاستثمارية؟**

الأسئلة الفرعية:

1- ما هو دور أسواق النقد فى التخطيط والتمويل للخريطة الاستثمارية؟

2- ما هو دور أسواق الأوراق المالية فى تمويل الخريطة الاستثمارية؟

3- ما هى الآثار السلبية للسياسات النقدية على الخريطة وكيفية معالجتها؟

4- ما هى الآثار السلبية لأسواق الأوراق المالية على الخريطة الاستثمارية وكيفية معالجتها؟

**رابعا: فرضية البحث:**

تتمثل فرضية البحث فى أن الأسواق المالية لديها القوى الكامنة والامكانيات الكافية للتأثير الإيجابى على نجاح نموذج " الخريطة الاستثمارية كمنهج للتخطيط الاقتصادى القادر على تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية فى فترة وجيزة ومحدودة.

**خامسا: صعوبات البحث:**

1- ندرة المراجع والمصادر والدراسات المتخصصة فى موضوع البحث.

2- غموض مصطلح الخريطة الاستثمارية والخلط بينه وبين غيره من الصطلحات المشابهه مثل قائمة المشروعات المطروحة للاستثمار، خريطة الاستثمارات الصناعية فى دولة ما، مشروع النهضة، البرنامج القومى للتنمية.

3- غياب مفاهيم التخطيط الاستراتيجى اللازمة لصياغة رؤي اقتصادية.

**سادسا: منهجية البحث:**

هذه الدراسة هي دراسة نظرية، تم فيها اتباع المنهج الاستقرائي، والوصفي التحليلي، والمقارن والاستنباطي، لجمع ما أمكن من أدبيات حول الموضوع، واستقرائها، وتحليلها، ومقارنتها، للخروج برؤية جديدة لتأثير أسواق المال على الخريطة الاستثمارية، تتوافق مع مقاصد الشريعة الإسلامية، وتقوم على التخطيط السليم والأمثل، من أجل الوصول إلى تحسن في الوضع الاقتصادي للدول التي تأخذ بهذه الرؤية.

**سابعا: الدراسات السابقة:**

**1-منير عبد الفتاح جمعة، "أولويات الاستثمار في مصر:نحو بناء خريطة استثمارية متكاملة" بحث مقدم لاستكمال متطلب الحصول على درجة الماجستير، معهد التخطيط القومي، (2018).**

تمثلت المشكلة الأساسية للبحث في كيفية ترجمة الأولويات التنموية في خرائط استثمارية؟ والى أي حد تكون هذه الترجمة أمينة وصحيحة في نفس الوقت؟

وقد تناولت الدراسة في الفصل الأول تطور الفكر التنموي، حيث تم استعراض المدارس التنموية: مدرسة الطبيعيين، النظرية الكلاسيكية في النمو الاقتصادي، النظرية النيوكلاسيكية في النمو الاقتصادي، النظرية الماركسية في النمو، النظرية الكينزية.

ثم عالجت الدراسة عرض وتقييم الخرائط الاستثمارية مع التركيز على الخريطتين الاستثماريتين لوزارة التجارة والصناعة وزارة الاستثمار والتعاون الدولي.

وعرضت الدراسة لبعض التجارب التنموية الآسيوية ( التجربة الكورية الجنوبية والصينية والماليزية)، ثم عمدت الدراسة إلى تقديم رؤية لأولويات الاستثمار والخريطة الاستثمارية في مصر.

وخلصت الدراسة إلى أهمية بناء استراتيجية تحدد التوزيعات الاستثمارية المثلى، وضرورة توجيه مخصصات استثمارية كبيرة في المراحل الأولى من التنمية وفق أولويات محددة، وضرورة توحيد الخريطتين الاستثماريتين فى مصر في خريطة واحدة تمثل أولويات مصر التنموية مع الأخذ بمفهوم التنمية الاقليمية والتخطيط الاقليمي في توزيع وتخصيص الاستثمارات. كما خلصت إلى أهمية وضوح الرؤية والأهداف الموضوعة وثبات الاستراتيجية الاقتصادية الأساسية، وكذلك التشجيع المنضبط للاستثمار الأجنبي، وكذلك التأكيد على أهمية التحديث الدائم للخريطة الاستثمارية وتحسين جودة بياناتها وإطارها الشامل قطاعيا وجغرافيا.

2- **د. عمر بن صالح بن عمر، "مبادئ التخطيط الاقتصادى من منظور إسلامى"، مجلة كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة قطر، العدد** (29)، 2011.

وتهدف الدراسة إلى البرهنة على اهتمام الشريعة الاسلامية بالجانب الاقتصادى كما اهتمت بالجانب العبادى، وإبراز إسهاماتها فى مجال التخطيط الاقتصادى، تقديم إطار مفاهيمى لمبادئ التخطيط الاقتصادى من المرجعية الإسلامية، عرض نماذج ناجحة للتخطيط وفق المرجعية الإسلامية.

والدراسة بذلك حددت مشكلتها البحثية فى : ماهو التخطيط، وما مقاصده وأهدافه؟ ما هى مبادئه وأسسه العلمية وفق الفكر المعاصر، وما مدى مشروعيته وحكمه التكليفى؟

لذلك عرضت الدراسة للتعريفات المختلفة للتخطيط الاقتصادى، واصطلحت على أن التخطيط الاقتصادى هو : رسم صورة لنشاط اقتصادى منظم يهدف لرفع مستوى المعيشة، والتطور والنمو وفق وسائل معينة فى فترة زمنية معينة، فى ضوء الإمكانات المادية والطاقات البشرية، وصياغة المستقبل وفق المعطيات الراهنة.

كما حددت الدراسة اثنى عشر هدفا لعملية التخطيط الاقتصادى منها: تحليل الإمكانات المادية والقدرات البشرية وتحديد الفرص والتهديدات ونقاط القوة والضعف، تحديد الأهداف وفق شروط معينة، ووضع استراتيجيات تحقيقها، والمحافظة على الاستقلال الاقتصادى، والتخطيط للرقابة وتسهيل تنفيذها.

كما تناولت مبادئ التخطيط الاقتصادى وحددتها فى: الواقعية ويقصد بها إمكانية تطبيق الخطة تطبيقا فعالا، والشمولية بمعنى معالجة عملية التخطيط لكل المتغيرات الرئيسية، والاستمرارية بحيث يستمر التخطيط خلال كل مراحل الخطة ووفق مقتضيات الحال، والمشورة، والمرونة.

وتناولت الدراسة أسس التخطيط الاقتصادى وهى: استقراء الواقع واستشراف المستقبل، وترتيب أولويات الخطة، وتحديد مهام التخطيط، وتوفير قاعدة البيانات اللازمة، ووجود فلسفة للتخطيط الاقتصادى تنبثق من أيدلوجيا البلد المستهدفة.

ثم عمدت الدراسة لتأصيل عملية التخطيط الاقتصادى شرعا وفق تأصيل مبادئ التخطيط الاقتصادى وأسسه بالأدلة الشرعية؟ وتبنت الدراسة القول بأن الحكم التكليفى للتخطيط الاقتصادى هو الوجوب

**3- د .محمود يونس حمادة الحديثي، "التخطيط الاقتصادي ونمطه الإسلامي"مجلة جامعة تكريت للعلوم الإنسانية،المجلد (16) العدد(4)**، 2009.

هدفت الدراسة لبيان عظمة القرآن والسنة بما يحتويان من أسس يبنى عليها علم الاقتصاد الإسلامى، ومبادئ أساسية للتخطيط الاقتصادى.

حيث تناول البحث مفهوم التخطيط وأساسه النظرى ثم التخطيط الاقتصادي خاصة مبينا الاختلاف فى تحديد المشكلة الاقتصادية من وجهة نظر الإسلام عن الفكر الماركسى والرأسمالى، فحيث يرى المذهبان الأخيران أن المشكلة الاقتصادية تكمن فى الندرة النسبية للموارد إزاء احتياجات السكان المتعددة غير المحدودة ويتمثل الحل فى المذهب الرأسمالى فى إطلاق الدور الفردى، بينما يرى المذهب الماركسى فى أهمية معالجة أشكال التملك الخاصة للمجتمعات الطبقية وبين الطابع الاجتماعى لعملية الانتاج، وأن المذهب الاسلامى لا يعترف بندرة الموارد لكنه يعطى الأهمية والأولوية فى مجال التوزيع.

عرضت الدراسة لأهمية القيام بالتخطيط الاقتصادى، وبين المستند الشرعى للأخذ بالتخطيط الاقتصادى، وقسمت التخطيط إلى :

- التخطيط على مستوى الاستخلاف الجماعى.
- التخطيط على المستوى الفردى.

كما ناقشت الدراسة الضوابط التى يجب مراعاتها عند التخطيط فى الاقتصاد الاسلامى باعتبار المرجعية الاسلامية لها، وركزت على منع الأفراد من امتلاك الأشياء الضرورية للمجتمع، ومنع المالك من الإضرار بغيره.

وخلصت الدراسة إلى أن القرآن والسنة عرضا للتخطيط الاقتصادى، وقد سبقا الفكر الاقتصادى الحديث فى بيان ذلك.

**4- د. إقبال أحمد عبد الرحمن أبودوم، "المنهاجية الإسلامية وإستراتيجية معالجة الأزمة الاقتصادية"،مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية،(2009 )، العدد(20 أ)**

يهدف البحث لبيان أن المنهاج الإسلامي هو المرشح الوحيد لتحقيق النمو الاقتصادي المستمر بشرط استمرار تطبيق المنهاجية الإسلامية.

وللتأكيد على ذلك تناقش الدراسة البحث:

- منطلقات الإستراتيجية الغربية ومفاهيم النظام الرأسمالي في التعامل مع الموارد الطبيعية والبشرية وانعكاسها علي الحركة التنموية والاستهلاكية.
- المنهاجية الإسلامية و النمو الاقتصادي في ظل الممارسة الإسلامية ووفق موجهات منظومة المفاهيم الإسلامية الوسطية الشاملة المتكاملة تدعم عناصر القوة للتخطيط الإستراتيجي.
- يطرح البحث مؤشرات التراجع الاقتصادي في العالم الإسلامي من خلال غياب المنهاجية الإسلامية وانعدام الفكر الإستراتيجي مع امتلاك الموارد الاقتصادية.
- غياب الرؤية الأخلاقية والاجتماعية أحد أكبر أسباب الأزمة الاقتصادية للنظام الرأسمالى وأهمية إعادة تشكيل المنظومة الأخلاقية والاجتماعية داخل مفاهيم المجتمعات الغربية راعية الأنظمة الرأسمالية.
- طرح المعالجة من خلال مفهوم الإيمان والبعد الاقتصادي في ظل تخطيط استراتيجي إسلامي في إطار المنهاج الإسلامي من خلال النصوص القرآنية.

وعرض البحث لمرتكزات التخطيط الاستراتيجى الاقتصادى الغربى متمثلة فى: الاعتماد على القطاع الخاص، وحرية التسعير، والمنافسة الحرة، وإلغاء القيود الحكومية، عدم الاحتكار، والمساواة وعدم التمييز بين المنتجين.

وتناول البحث مفهوم المنهاجية بشكل عام، ثم تناول مبادئ المنهاجية الإسلامية وهى : الوحدانية والاستخلاف والاستعمار، وأن الإنسان مكلف ومسؤل عن عمله، وأضاف مفهوم البركة بجانب استغلال الموارد المتاحة، وتناولت ضوابط الاستثمار فى الإسلام من خلال ضوابط التعامل مع المال، وتناولت ملكية المال لله جل جلاله، وأهمية ضبط تصرفات الفرد المالية، وتوزيع المال داخل المجتمع وارتباطه بتحقيق التكافل الاجتماعى بفرض حقوق ذوي القربي واليتامي والمساكين وابن السبيل، والمشاركة فى الغنائم، وكيفية توزيع الميراث، وحرمة الربا، ووضع ضوابط إدارة التجارة من مكاتبة، وتحريم الاكتناز، وتحريم الغش والغرر، تخصيص الرجال بالانفاق على الأسرة، تحريم أكل الأموال بالباطل، وتحريم الميسر، وتأكيد مبدأ الملكية المزدوجة، ومبدأ الحرية المحدودة، ومبدأ العدالة الاجتماعية.

**5 – د. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل فى الأسواق المالية المعاصرة ، الجزء الأول، المملكة العربية السعودية، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، 2005، عن رسالة دكتوراه لنفس المولف بنفس العنوان، كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية**

تمثلت مشكلة البحث فى معرفة الأحكام الشرعية المختلفة لإجراءات التعامل فى الأسواق المالية وأدواتها.

بعد أن عرض الباحث للأسواق المالية وأنواعها وأدواتها، تناول بالبحث تلك الأدوات وخلص إلى حوالى ستة وأربعين حكما شرعيا لتلك الأدوات منها:

- يجوز إنشاء الشركات المساهمة لأنها لا تخرج عن العقود الشرعية.
- يجوز إصدار الأسهم العادية إذا كان غرض الشركة مشروعا.
- يحرم إصدار الأسهم الممتازة ذات الأولوية فى الأرباح وذات الأولوية فى أموال الشركة عند تصفيتها
- الراجح جواز إصدار الأسهم الممتازة ذات الصوت المتعدد.
- الراجح جواز إصدار أسهم التمتع المبنى على استهلاك الأسهم فى الحالة التى يأخذ المساهم فيها القيمة الأسمية لأسهمه وفق شروط خاصة.
- يجوز إصدار الأسهم الإسمية والأسهم الإذنية.
- الراجح جواز إصدار الأسهم لحاملها.
- يحرم إصدار جميع أنواع السندات التى تتضمن اشتراط رد المبلغ وزيادة سواء دفعت عند الأصل أو أقساط أو غير ذلك سواء كنت هذه الزيادة تمثل نسبة من قيمة السند أو خصما منها كما فى السندات ذات الكوبون الصفرى، ومن ثم يحرم تداول تلك السندات أيضا.
- يحرم إصدار أذون الخزانة، لأنها إما قرضا جر نفعا وهو ربا، أو بيع نقود بنقود لم تراع فيه أحكام الصرف، ويحرم تداولها.
- يحرم إصدار الأوراق التجارية الاستثمارية ( وليس الإئتمانية) لأنها إما قرضا جر نفعا أو بيع نقود بنقود مع عدم التماثل والتقابض فهى ربا شرعا، كما يحرم تداولها.
- عقود المبادلات المتعامل بها فى الأسواق المالية، لو كان العقد عقد مبادلة أسعار فائدة وأحدهما يدفع فوائد ثابتة والأخر متغيرة فهو ربا محرم لأنه بيع نقود بنقود.
- حرمة عقود مبادلة العملات سواء كان الصرف فى العقد الثانى مختلفا عن سعر الصرف فى العقد الأول أم كان مماثلا له.



- عقد مبادلة عوائد الأسهم حيث يتم الاتفاق بين طرفين على أن يدفع أحدهما للآخر معدل العائد لسهم ما فى مقابل أن يدفع له الطرف الآخر معدل العائد لسهم آخر هو فى حقيقته الشرعية عقد لمبادلة نقود بنقود مع التاجيل وهو حرام.

**6- حسين عبد المطلب حسين محمد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير فى الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقايق، فرع بنها، مارس، 2002.**

تمثلت مشكلة البحث فى التساؤل عن مدى مساهمة سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار ، وتوجيهه نحو الاستثمار المنتج ؟ وماهى العقبات التى تحول دون ذلك ؟ وكيف يمكن تذليلها؟ وما هى المحاور التى يمكن من خلالها تفعيل دور تلك السوق فى تنمية الادخار فى مصر؟

هدف البحث إلى دراسة وتحليل دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة ( 1982 – 2000) وكذلك بلورة المحاور الرئيسية التى يمكن من خلالها تفعيل دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تنمية الادخار فى الفترة التالية.

عرض البحث لأهمية سوق الأوراق المالية فى مصر سواء على المستوى القومى أو على مستوى الشركات أو على مستوى الأفراد خاصة لتنفيذ برنامج الخصخصة، ونشأة وتطور سوق الأوراق المالية فى مصر وتناول هيكل سوق المال فى مصر ، وسوق الأوراق المالية وهيكلها، والشركات العاملة بها والعقبات التى تواجهها.

وتناول العلاقة بين الادخار وسوق الأوراق المالية وذلك عن طريق دراسة الشروط الواجب توافرها فى سوق الأوراق المالية حتى يقبل المدخرون على توظيف أموالهم بها، ودراسة أثر هذه السوق على الحجم الكلى للمدخرات، وعلى التخصيص الكفء لها، وعلى حجم الاستثمار الكلى.

كما تناول الأدوات التى يمكن من خلالها تنمية الادخار ويتم تداولها فى سوق الأوراق المالية سواء فى مصر أو الأدوات المالية الحديثة التى يتم تداولها فى الأسواق المالية العالمية.

وقدم البحث دراسة لدور سوق الإصدار فى تنمية الادخار فى مصر خلال الفترة من 1982 حتى 2000

بدراسة تطور سوق الإصدار من خلال التطور السنوى لكل من الشركات المقيدة وإصدارات السندات خلال نفس الفترة ثم تقييم دور سوق الإصدار فى تنمية الادخار من خلال عدة مؤشرات هى دراسة تطور الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى كل من الناتج المحلى الإجمالى، والاستثمار الثابت الإجمالى ، والادخار المحلى الإجمالى ، والودائع طويلة الأجل بالجهاز المصرفى خلال الفترة نفسها.

كما اهتم بدراسة تطور سوق التداول فى مصر خلال تلك الفترة باستخدام عدة مؤشرات هى تطور كل من حجم وقيمة التداول السنوى، وتطور نسبة رسملة البورصة، كما اهتم بتقييم دور سوق التداول فى تنمية الادخار فى مصر من خلال عدة مؤشرات هى تطور نسبة قيمة التعامل فى سوق التداول إلى كل من الناتج المحلى الإجمالى والادخار المحلى الإجمالى وإجمالى الودائع بالجهاز المصرفى.

وقد خلص إلى أن المعوقات التى تواجه سوق الأوراق المالية المصرى هى صغر حجم الأوراق المالية المعروضة فى السوق، وانخفاض كفاءة السوق، وقصور نظام المعلومات، وضعف الثقة وأمية الاستثمار المالى، وتباين أساليب التقييم والطرح فى سوق الإصدار، وبطء إجراءات التداول ونقل الملكية فى سوق التداول، والافتقار إلى المؤسسات صانعة السوق، وجمود المحافظ المالية لدى بعض البنوك.

وخلص إلى أن المؤشرات تعكس الطفرة الهائلة من حيث عدد الشركات، وعدد الأسهم ، وقيمة رؤوس الأموال المقيدة ، إلا أن سيطرة عدد الشركات المقيدة المغلقة ( العائلية) ، والتى يحتفظ ملاكها بها فى حوزتهم من أوراقها المالية دون عرضها للتداول ، يؤدى إلى ضيق نطاق السوق ، وضعف حركة التعامل عليها ، وذلك على عكس الشركات ذات الاكتتاب العام التى من شأنها توسيع نطاق السوق، نظرا لأنها تقوم أساسًا على اجتذاب مدخرات صغار المدخرين الذين يسعون إلى الاستفادة من العائد الذى تدره الأوراق المالية، كذلك من ارتفاع قيمة الورقة المالية فى السوق.

أهمية تنشيط عرض الأوراق المالية من خلال تشجيع شركات قطاع الأعمال العام على زيادة رأسمالها من خلال الاكتتاب العام، وتخفيض أسعار الضريبة على أرباح شركات الأموال، وتشجيع البنوك المتخصصة على اصدار سندات جديدة لتمول نشاطها بدلا من الاتجاه إلى الاقتراض، وتطوير القواعد والقوانين واللوائح التى تحكم التعامل فى السوق.

**ثامنا: خطة البحث:**

المبحث الأول: الخريطة الاستثمارية، التعريف والأهداف والمقومات.

المطلب الأول: تعريف الخريطة الاستثمارية.

المطلب الثانى: أهداف الخريطة الاستثمارية.

المطلب الثالث: مقومات الخريطة الاستثمارية.

المبحث الثانى: الأسواق المالية الإسلامية:

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية الإسلامية.

المطلب الثانى: أنواع الأسواق المالية، وأهميتها.

المطلب الثالث: العلاقة بين الأسواق المالية والخريطة الاستثمارية.

## المبحث الأول:
## الخريطة الاستثمارية، التعريف والأهداف والمقومات

### المطلب الأول: تعريف الخريطة الاستثمارية

يعرفها د. طارق قابيل:

"عبارة عن تجميع للفرص الاستثمارية فى كل المحافظات، فى شكل تفاعلى عبر موقع إلكترونى تدشنه الحكومة، ويتيح الملعومات عن أماكن الاستثمار بالمحافظات"[1].

تعريف د. كمال الجنزورى للخريطة الاستثمارية بأنها:

"دليل جغرافي وتشريعي وإجرائي للمستخدم المحلي والأجنبي يوفر علية نصف الطريق إلى اتخاذ قرار الاستثمار"[2]

تهدف خريطة الاستثمار إلى مساعدة وكالات تشجيع الاستثمار (IPAs) في تحديد القطاعات ذات الأولوية لتشجيع الاستثمار ، وتحديد المستثمرين المحتملين في قطاع معين ، وتحديد البلدان المنافسة للاستثمارات الداخلية ، وتحديد فرص الاستثمار الثنائي.

---

1- طارق قابيل ، س و ج.. ماذا تعنى خريطة الاستثمار الصناعى وكيف تفيد الاقتصاد؟، اليوم السابع، متاح فى موقع: https://www.youm7.com/story/2017/11/1/%D8%B3-%D9%88-%D8%AC

2 - د. كمال الجنزورى، حديث مع إبراهيم نافع، جريدة الأهرام، 1996/9/20

تجمع خريطة الاستثمار بين إحصائيات الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية وبيانات التعريفات وأنشطة الشركات متعددة الجنسيات. تتضمن بيانات التعريفة الجمركية تعريفات الدولة الأولى بالرعاية بالإضافة إلى التفضيلات متعددة الأطراف والإقليمية والثنائية وتغطي مكافئات القيمة التعريفة الجمركية المحددة والحصص التعريفية ورسوم مكافحة الإغراق. تتوفر بيانات التعريفة الجمركية والتجارة للبضائع (وليس الخدمات) على مستوى مكون من 6 أرقام من النظام المنسق لحوالي 5000 عنصر منتج. تتوفر معلومات حول الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) على السلع والخدمات لما يصل إلى 150 قطاعًا.

تتمثل القوة الرئيسية لخريطة الاستثمار في الجمع بين البيانات المختلفة (التجارة الدولية ، والاستثمار الأجنبي المباشر ، والتعريفات ، والشركات التابعة الأجنبية) إلى أداة إنترنت تفاعلية سهلة الاستخدام تتيح التحليل حسب البلد والشريك التجاري والقطاع. نتوقع أن يتم استخدامه على أفضل وجه لتحديد فرص السوق.

تعريف ثالث: "هي دليل جغرافى وتشريعي واجرائى للمستثمر يشتمل على بيانات أساسية وتفصيلية عن كافة الموارد الطبيعية وغير الطبيعية المتاحة في البلاد، المستغل منها وغير المستغل والمؤشرات العامة والفرص الاستثمارية لكيفية استغلال المتاح منها الاستغلال الأمثل"[1].

**تعريف الباحث للخريطة الاستثمارية :**

هو نموذج للتخطيط الاقتصادى المنضبط بأحكام الشريعة الاسلامية ومقاصد الشرع، ومبادئ الحكم الرشيد ، حيث تقوم الحكومة مع أسواق المال بمشاركة المجتمع المدنى باختيار وتحديد العدد المناسب من المشروعات الانتاجية السلعية والخدمية، تحديدا كميا ونوعيا وجغرافيًا، التى لها القدرة على تحقيق المستهدفات الاقتصادية والتنموية الرقمية المحددة، كما وكيفا، فى فترة زمنية محددة، من خلال توظيف الموارد البشرية والمالية اللازمة وباستخدام وسائل الترويج محليا ودوليا.

بشرط توفير كافة الموارد اللازمة لتنفيذ هذه المشروعات بشرية وطبيعية مالية (تمويلية) وتنظيمية ( المنظم) ودراسات الجدوى .

وبشرط نشر هذه الخريطة محليا وإقليميا ودوليا بكافة وسائل النشر والترويج والإعلان والتسويق والتحفيز بالقدر الكافى لتنشيط وتفعيل الأسواق المالية نحو جذب الاستثمارات المطلوبة وتوفير الموارد المناسبة لإنجاح هذه المشروعات ويستلزم هذا توفر المقومات الأساسية المتمثلة فى تطبيق نظم الحكم الرشيد فى السيطرة على الفساد والمشاركة الشعبية وتوفير الحريات والشفافية وسياسات المنافسة والرقابة على الأداء الحكومى.

[1] - منير عبد الفتاح جمعة، "أولويات الاستثمار في مصر:نحو بناء خريطة استثمارية متكاملة" ، مرجع سابق ص26.

كما يستلزم نجاحه توافر إرادة سياسية مستقلة بعيدة عن التبعية أو الخضوع للعولمة.

ويستلزم لنجاحه توافر المقومات الفكرية من القدرة على صناعة رؤية إبداعية متكاملة وامتلاك القدرة على طرحها وتنفيذها ومتابعتها وتصحيحها إن استلزم الأمر.

**المطلب الثانى: أهداف الخريطة الاستثمارية**

طرح الخريطة الاقتصادية كنموذج للتخطيط الاقتصادى يتم بغرض تحقيق المستهدفات الآتية:

1- نقل الدولة من واقع اقتصادى حالى إلى واقع اقتصادى أفضل فى زمن محدد من خلال تحقيق نتائج رقمية محددة فى كل المؤشرات الاقتصادية وعلى سبيل المالثال: الناتج القومى، متوسط دخل الفرد، الصادرات، فائض الموازنة، فائض الميزان التجارى، فائض ميزان المدفوعات، نسب الفقر والبطالة والتضخم وغيرها من مؤشرات التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

2- توفير الرؤية الاستراتيجية القادرة على إحداث الطفرة الاقتصادية المنشودة من خلال استخدام نموذج للتخطيط الاقتصادى المناسب.

3- استخدام أسلوب علمى محدد يتم طرحه على الأسواق المالية بحيث يكون قادرا على جذب الاستثمارات الداخلية والخارجية من خلال طرح مشروعات انتاجية محددة متنوعة مؤيدة بكل المعلومات اللازمة ودراسات الجدوى

4- مساعدة الأسواق المالية والمستثمرين ورجال المال والمدخرين على اتخاذ القرار واختيار المشروعات المناسبة لضخ مدخراتهم واستثماراتهم حيث يتوفر لهم من خلال الخريطة التنوع فى القطاعات الانتاجية والتنوع فى المناطق الجغرافية.

5- توظيف السيولة النقدية (الفوائض المالية) المتاحة فى الأسواق المالية فى مشروعات انتاجية تعود بالنفع على اقتصاد الدولة لمعالجة الظواهر الاقتصادية السلبية مثل الاكتناز المحرم و تخزين الودائع فى البنوك والمضاربات السريعة على الأسهم المتداولة والتعاملات غير المشروعة فى البورصات وتوريق الديون وغيرها من الأنشطة الفقاعية غير المشروعة والضارة بالاقتصاد.

6- تحقيق الاستقلال الاقتصادى والخروج من دائرة هيمنة النظام الرأسمالى العالمى وتغول العولمة والتبعية للغرب والنجاة من الأزمات المالية العالمية المتكررة.

7- تحقيق المشاركة الشعبية كأحد مبادئ الحكم الرشيد حيث توافر الخريطة الاستثمارية فرصة جيدة لمشاركة الأسواق المالية المجتمع المدنى بعناصره الخمس (المؤسسات: الأكاديمية – الاعلامية – الدينية – الشركات – المنظمات غير الحكومية) مع الحكومة لدراسة وصياغة

ورسم الخريطة الاستثمارية، ثم لمشاركة فى الترويج لها وتمويلها وإدارتها والمساهمة فى نجاحها بكل الوسائل.

8- حل مشكلة الفوارق التنموية الكبيرة بين الأقاليم والمحافظات المختلفة داخل الدولة من خلال توزيع المشروعات الواردة فى الخريطة توزيع جغرافى مناسب يراعى التنوع بعيدا عن التركيز فى قلب العاصمة أو المناطق النشطة اقتصاديا.

9- الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة بأنواعها ( موارد طبيعية، موارد بشرية، موارد مالية ) والاستفادة من المزايا النسبية للمجتمع أو المناخ او الموارد فى التركيز على مشروعات ذات طبيعة معينة مما يتيح مزايا تنافسية فى الصادارات أو اكتفاء ذاتى فى منتجات أو تفوق فى أنشطة خدمية تجلب مزيدا من الاستثمارات أو مزيدا من الايرادات.

## المطلب الثالث: مقومات الخريطة الاستثمارية

بالتأكيد لن تنطلق الخريطة الاستثمارية من فراغ ولن تنشأ من عدم ولكنها ترتكز على مقومات فكرية وسياسية واقتصادية فلا يمكن رسم خريطة استثمارية بلا رؤية واضحة ومحددة، رؤية إستراتيجية اقتصادية ذات طموح لبناء أمة قوية تحمل المشروع الحضاري الإسلامي.

ولا شك أن المقومات الفكرية لإنشاء الخريطة لابد أن تستند إلى مرجعية إسلامية واضحة تدفع في إتجاه التمسك بمبادئ الاقتصاد الإسلامي وتعمل على تحقيق مقاصد الشريعة وتشعل الرغبة في امتلاك أسباب القوة والمنعة.

ولا تقل المقومات السياسية أهمية في إخراج خريطة ناجحة لأن الإدارة السياسية المستقلة ركن أساسي من الأركان اللازمة لرسم الخريطة وبدونها لا خريطة ولا تخطيط سليم.

فلا شك أن التبعية للغرب والرضوخ لهيمنة المشروع الرأسمالي والذوبان في العولمة سيجعل التفكير في رسم خريطة استثمارية أمراً مستبعداً ولا مكان له في خطة الدولة.

كما أن المشاركة الشعبية في رسم الخريطة باشتراك عناصر المجتمع المدني مع الحكومة يستلزم توافر مناخ الحريات العامة وتواجد البرلمان المنتخب في جو من التنافسية والتعددية الحزبية والنزاهة الانتخابية.

ويمكن القول إجمالاً بأن تطبيق مبادئ الحكم الرشيد تعتبر من المقومات السياسية لرسم خريطة استثمارية سليمة.

ولعل مبادرة الأسواق المالية بالمشاركة في رسم وصياغة الخريطة للقوى الاقتصادية والمادية للدولة يعتبر أمراً يساعد على رسم الخريطة بصوره صحيحة.

فلا شك أن توافر المعلومات الصحيحة عن حجم ونوعية الموارد البشرية والموارد الطبيعية والمتوفرة ومعرفة حجم السيولة المتاحة، كما أن توافر دراسات الجدوى للمشروعات المكونة للخريطة هو أحد المقومات الاقتصادية الهامة لرسمها وصياغتها.

والخريطة الاستثمارية الصحيحة لا ينفرد بها رجال الحكم بعيداً عن المتخصصين، ولا يستبعد من المشاركة في رسمها رجال المال والأعمال ولا ممثلي عناصر المجتمع المدني.

مع ضرورة التعرف على المناهج السابقة لرسم الخرائط الاستثمارية في الدول المختلفة والعمل على ترجيح المنهج الأفضل من حيث توافقه مع مبادئ الاقتصاد الإسلامي وموائمته لظروف الدول الإسلامية أو اللجؤ إلى اقتراح منهج مغاير يحقق أهدافه بشكل أفضل .

وحيث أن نجاح الخريطة الاستثمارية يتوقف على قدرتها على جذب الاستثمارات الضخمة الداخلية والخارجية اللازمة لتنفيذ المشروعات الانتاجية الواردة في الخريطة، لذلك فإن الإعلان المناسب عن الخريطة يعتبر أمراً واجباً مهما كانت تكلفته المادية والبشرية.

كما أن ابتكار الوسائل العملية للترويج والتحفيز على المشاركة في الخريطة وتيسير وسائل المشاركة من خلال إصدار الصكوك أو الأسهم أو تسهيل تحويل الأموال من خلال البنوك الإلكترونية أو فتح حسابات لغير المقيمين من خلال الشبكة العنكبوتية كل ذلك يساعد على نجاح هذا النموذج.

وأخيراً فإن نجاح تنفيذ هذا النموذج ليتوقف على نجاح وسائل المتابعة وتصحيح الانحرافات واقتراح التعديلات اللازمة في الأوقات المناسبة.

مع ضرورة توفير الجهاز اللازم لإدارة الأزمات المتوقعة المصاحبة للتنفيذ لمجابهة التحديات ومعالجة التنافسيات واجتياز العقبات والوصول إلى بر الأمان بتحقيق المستهدفات ونقل البلاد إلى المركز المتقدم المنشود.

## مشروعات الخريطة:

أولا : المشروعات الانتاجية السلعية:

1- المشروعات الصناعية
2- الصناعات الاستخراجية
3- مشروعات الغاز والنفط والثروة المعدنية
4- المشروعات الزراعية
5- مشروعات الثروة الحيوانية والسمكية.
6- مشروعات المياه
7- مشروعات انتاج الطاقة بأنواعها.

ثانيا : المشروعات الانتاجية الخدمية:

1- المشروعات الصحية
2- المشروعات التعليمية
3- البنوك والمصارف
4- المؤسسات المالية وشركات التأمين
5- نظم المعلومات والبرمجيات
6- شركات الاتصالات والانترنت
7- شركات التواصل الاجتماعى
8- مشروعات التطوير العقارى
9- المشروعات الاعلامية
10- مشروعات السياحية
11- الأنشطة المتعلقة بالطيران
12- المشروعات الفندقية
13- المنشآت السياحية
14- الاستشارات المهنية كالمحاماة والمحاسبة
15- المطاعم
16- المقاولات
17- شركات إدارة المنشآت
18- سلاسل تجارة التجزئة
19- المعارض والمؤتمرات

## المبحث الثانى:

## تعريف الأسواق المالية الإسلامية

هى أسواق النقد المتمثلة فى البنوك المركزية والمصارف الإسلامية والبنوك العامة والتجارية وبنوك الاستثمار التى تخضع للرقابة الشرعية وتلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئ الاقتصاد الإسلامى.

وهى أيضا أسواق الأوراق المالية المتمثلة فى البورصات والصناديق الاستثمارية والشركات المتخصصة فى إصدار وتداول الأسهم والصكوك، بشرط أن تنشأ وتدار وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامى من حيث كونه اقتصاد انتاجى عينى حقيقى لا ورقى.

وتلتزم الأسواق المالية الإسلامية بأحكام الشريعة الإسلامية وفقه المعاملات المالية الإسلامية من حيث المصداقية الشرعية والمشروعية. وتسعى لتحقيق مقاصد الشريعة من حيث



الكفاءة الاقتصادية المحققة للربح والتى تحسن حفظ المال من المخاطر، وتحقق الكفاءة الاجتماعية بمراعاة حاجات المجتمع وأولوياته، وتستهدف دعم اقتصاد الأمة بتمويل عمليات التنمية الاقتصادية حتى يتحقق للأمة القوة والمنعة والفائض فى الموازنة والميزان التجارى وميزان المدفوعات، وترتفع بمستوى دخل الفرد إلى مستويات الدول المتقدمة وتعالج الفقر والتضخم والبطالة وتحارب الفساد والتبعية.

## المطلب الثانى: الأسواق المالية أنواعها وأهميتها

يمكن تعريف السوق المالية بأنها : "المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة، للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، وتداول هذه الأدوات ."[1]

وجاء في كتاب البورصات والهندسة المالية " الوظيفة الأساسية لسوق المال: تحقيق التدفقات الفعالة وذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات الطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين"[2]

يؤدي سوق المال– من خلال منشآته – وظيفة اقتصادية هامة، تتمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز[3]

وتؤدي السوق المالية هذه الوظيفة بطريقين من طرق التمويل:

**١ –التمويل المباشر:**

وفيه تحصل الوحدات ذات الاحتياج المالي على احتياجاتها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض، إما عن طريق التمويل المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة، مثل : الأسهم المشروعة.( أما السندات وأذونات الخزانة غيرمشروعة). وهذا التمويل إما أن يتم بدون وساطة أي من المؤسسات المالية، وإما أن يستعان فيه بخدمات بعض المؤسسات المالية التي تملك أساليب تسويقية متنوعة، مثل :مصارف الاستثمار، وسماسرة الأوراق المالية.

**٢ –التمويل غير المباشر:**

وذلك من خلال المؤسسات المالية الوسيطة، مثل :البنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات، وغيرها، حيث تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من الوحدات ذات الفائض، إما من خلال الودائع الجارية، والودائع لأجل، وودائع التوفير، وإما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، مثل وثائق التأمين على الحياة، وشهادات الإيداع، وشهادات الاستثمار(مع ضرورة مراعاة المشروعية)، ثم تقوم باستخدام هذه الأموال في تقديم التمويل لمن يحتاجه، أو شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الوحدات ذات الاحتياج المالي. وإنما عد ذلك تمويلاً غير

---

[1] - د. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظر إسلامى، مذكرة تدريسية، جامعة الملك عبد العزيز، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامى، المملكة العربية السعودية، مركز النشر العلمى، 2010، ص:5

[2] - د .فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،1999/1998، ص91

[3] - د .أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ١٩٩٨، ص 17

مباشر؛ من جهة أن الأموال انتقلت من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات الاحتياج بواسطة هذه المؤسسات.

**أنواع الأسواق المالية:**

تتكون السوق المالية من جزأين رئيسين:

الجزء الأول: أسواق النقد : وأهم مؤسساتها البنك المركزى والبنوك التجارية.

الجزء الثانى: أسواق رأس المال :

أ- السوق الأولية ( سوق الإصدار).وفيه يتم عرض الأموال والطلب عليها؛ وذلك عن طريق إصدار أدوات مالية تمثل هذه الأموال.

ب- السوق الثانوية: سوق تداول الأوراق المالية ( المتاجرة، ونقل الملكية)

**أهمية سوق الأوراق المالية للخريطة الاستثمارية :**

تمثل سوق الأوراق المالية رافدا هاما لتمويل المشروعات المدرجة بالخريطة الاستثمارية للدولة وتؤدى دورا هاما بالغ الأهمية فى إنشاء وإقامة وتنفيذ تلك المشروعات، ويتم ذلك من خلال ثلاث مستويات:

المستوى الأول: على مستوى الأفراد:

توفر الأسواق المالية للأفراد أسلوبا منظما يتيح لهم توظيف أموالهم ومدخراتهم – مهما بلغ حجمها – فى مشروعات الخريطة الاستثمارية للدولة.

" وفى الوقت ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة لإشباع رغبات المستثمر الصغير الذى لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال ، وأيضًا المستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداو ل"[1]

" كما أن هذه السوق تمكنهم من ا لحصول على السيولة فى الوقت المناسب مع إمكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة ، وإن لم يكن أكبر ربح ممكن، وفى أسرع وقت ، بحيث يكون التعامل فى الأوراق المالية مشابها لعمليات السحب ، والإيداع فى البنوك التجارية"[2]

وفى نفس الوقت فإن الخريطة الاستثمارية للدولة تمثل فرصة متميزة أمام الأفراد للمشاركة فى المشروعات الانتاجية المطروحة بالخريطة بالمساهمة فى أسهم الشركات التى يتم طرحها للاكتتاب العام مما يتيح للأفراد عدة مزايا:

---

[1] - حسين عبد المنطلب حسين محمد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير فى الاقتصاد، جامعة الزقازيق – فرع بنها،2002، ص21

[2] - محمود فهمى ، تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر ووسائل وأساليب تنميتها، معهد التخطيط القومى ،مذكرة رقم (331 )، أكتوبر 1982، ص3.

الميزة الأولى : الاطمئنان والشعور بالأمان لأن طرح مشروعات من خلال خريطة استثمارية للدولة تمثل بالنسبة للأفراد نوعا من الضمانات أو تقلل من درجة التخوف من المخاطر.

الميزة الثانية: الشعور بالمشاركة الشعبية وتعميق الاحساس بالانتماء والولاء والحرص على المصلحة العامة بجانب تحقيق المصلحة الشخصية المشروعات.

الميزة الثالثة: الدافع للأفراد لمتابعة تنفيذ مشروعات الخريطة التى ساهم فيها وتقييم أدائها.

المستوى الثانى: على مستوى الشركات:

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات من كونها توفر للمتعاملين فى السوق مصادر المعلومات اللازمة للاقبال على الأسهم المطروحة من خلال سوق الإصدار بحيث تستطيع الشركات أن تستوفى الحصيلة المطلوبة بإصدار مما يعنى انخفاض تكلفة الاستثمار.

كما أن إقبال المستثمرين على التعامل فى أسهم شركة من الشركات المدرجة فى الخريطة الاستثمارية للدولة يعد شهادة أمان للبنوك والمصارف عند دراسة تمويل هذه الشركة بأى شكل من أشكال التمويل المشروعة وبشروط ميسرة.

المستوى الثالث: على مستوى الاقتصاد القومى:

تكتسب سوق الأو راق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد القومى ، حيث أنها تساعد فى الإسراع بتنميته ورفع مستوى الناتج القومى فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة ، كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أسا س المشاركة ، مما يشجع على زيادة الاستثمار، واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو"[1]

و"من جهة أخرى ، فإن السوق المالية النشطة توجد وعاء مناسبًا للادخار والاستثمار، مما يقضى على المضاربات فى المجتمع ويقلل من الاكتتاب غير المنتج ، كما يؤدى كل هذا إلى إيجاد فر ص عمل جديدة تسهم فى تخفيف حدة البطالة التى هى إحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المعاصرة، وبالتالى فإنه يمكن القول بأن السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين"[2]

"وسوق الأوراق المالية إذا ما توافرت لها سبل الكفاءة ، فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية ، وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبى المباشر ، واستثمارات المحفظة بأساليب

[1] - منير هندى، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، الأسكندرية، دار منشأة المعارف للتوزيع، 1977، ص663

[2] -Rose, P.S., & D.R. Fraser Financial Institution: Opcit, P. 82

مكملة للادخار المحلى – وليست عوضا عنه – وقد ترتبط المساهمات الأجنبية فى أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى ، أهمها اكتساب خبرة الإ دارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة"[1]

**المطلب الثالث: العلاقة بين الأسواق المالية والخريطة الاستثمارية**

تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية الحقيقية للدولة يعتمد على عدة عوامل من بينها زيادة حجم الناتج الاجمالى وحسن توزيع الدخل وزيادة متوسط دخل الفرد من خلال تشجيع إنشاء المشروعات الانتاجية الخدمية والسلعية المتنوعة والموزعة جغرافيا.

ولا شك أن إنشاء المشروعات الانتاجية تستلتزم حجم مناسب من الاستثمارات المحلية والخارجية، يمكن أن يتم اجتذابها من خلال طرح خريطة استثمارية للدولة تشتمل على كافة المشروعات الانتاجية المتاحه والمقترح إنشائها ولذلك فإن تنفيذ الخريطة الاستثمارية للدولة كنموذج للتخطيط الاقتصادى الناجح والفعال يتطلب توفير الموارد الكافية لتمويل الاستثمارات اللازمة لإنشاء وإقامة المشروعات الواردة بالخريطة، ومن هنا يبرز الدور الحيوى شديد الأهمية لأسواق المال وتنفيذ الخريطة الاستثمارية وتحقيق مستهدفاتها من خلال تعبئة المدخرات وتحريك الفوائض ودفعها وتحويلها إلى الاستثمارات من خلال المشاركة فى تمويل المشروعات الانتاجية الواردة بالخريطة.

إن العلاقة بين الأسواق المالية وبين خرائط الاستثمار هى علاقة احتياج متبادل او هى علاقة المنبع بالمصب، ذلك أن الأسواق المالية تحتاج إلى حجم مناسب من المشروعات الانتاجية المطروحة القادرة على امتصاص السيولة وتوظيف المدخرات وزيادة معدلات الاستثمار وتحويل الودائع البنكية المختزنة فى البنوك إلى الاستثمار الحقيقى الذى يؤدى إلى زيادة التكوين الرأسمالى فى المجتمع أى زيادة طاقته الانتاجية.

كما أن الخريطة الاستثمارية تحتاج أيضا وبنفس القدر إلى التمويل اللازم لانشاء وإقامة المشروعات الانتاجية الواردة بالخريطة ولا تستطيع توفير هذا القدر من التمويل إلا من خلال الأسواق المالية.

ومن هنا يظهر مدى احتياج كل منهما للآخر.

ولتوضيح هذا الأمر فإن الأسواق المالية هى منبع متدفق للنقد ورؤوس الأموال فإن غياب المصب سيؤدى لا محالة إلى نتائج شديدة السلبية على الاقتصاد:

1- إهدار رؤوس الأموال بين الاكتناز المحرم والتخزين المذموم أو التفاعل بفعل التضخم.
2- تحول رؤوس الأموال إلى مسارات الاقتصاد الورقى الفقاعى غير الانتاجى مثل توريق الديون وشراؤها والمضاربة السريعة فى الأسهم المتداولة بعيدا عن عن الاستثمار فى أسواق الإصدار

[1] - أحمد ابى السرور " الأسواق ا لمالية العربية الناشئة : الأوضاع والأفا ق "، فى : سعيد ا لنجار، السياسات( المالية وأسواق المال العربية ، صندوق النقد العربى ، أبو ظبى ، الإمارات العربية المتحدة ، بدون سنة نشر ، ص 59

للمشروعات الجديدة أو التحويل إلى النشطة الربوية المعتمدة على دوران المال بعيدا عن دائرة الانتاج من خلال الاعتماد على الاقراض بفوائد.

3- حيرة المستثمرين ورجال الأعمال لغياب الخريطة التى تيسر لهم اختيار المشروعات المناسبة حيث تنوع القطاعات الانتاجية أو تنوع المناطق الجغرافية.

## المبحث الثالث :
## تأثير أسواق النقد على الخريطة الاستثمارية

### المطلب الأول: تأثير البنك المركزى على الخريطة الاستثمارية

المحور الرئيسى للقطاع المصرفى وهو المسؤل عن صياغة وضبط السياسات النقدية من خلال التحكم فى عرض النقود وسعر الفائدة ونسبة الاحتياطى الإلزامى.

ينادى البعض بمنح استقلالية كاملة للسلطات النقدية عن السلطات السياسية متعللين أن فى ذلك حماية البنك المركزى من الضغوط السياسية فى البلاد، ولكن الحقيقة أن هذا حق يراد به باطل، حيث تستخدم هذه المقولة لكى تنقل البنوك المركزية من السيادة الوطنية إلى التبعية للنظام الرأسمالى العالمى والخضوع للعولمة والانتماء والولاء للجهات المانحة، والصحيح هو أن البنك المركزى هو كيان مصرفى يمثل جزء من النظام الاقتصادى للدولة، وهو هيئة ذات طبيعة خاصة ولكنها ينبغى ان تعمل فى إطار بنيان السياسة العامة للدولة التى تهدف إلى تحقيق المصالح القومية العليا من خلال التناغم بين الأدوات الاقتصادية والدبلوماسية والعسكرية

#### الفرع الأول: تأثير سعر الصرف على الخريطة الاستثمارية

تتحكم الدول فى سعر صرف العملة المحلية لها عن طريق ثلاث مسارات هى: التثبيت، التعويم، التعويم المدار، وتلجا الدول الراغبة فى تنشيط الصادرات وجلب الاستثمارات إلى تخفيض سعر الصرف للعملة المحلية مقابل عملات التداول العالمية مثل الدولار واليورو وذلك حتى تكتسب صادراتها ميزة سعرية تنافسية أمام منتجات الدول الأخرى المماثلة لها فى الجودة، كما أن انخفاض سعر صرف العملة المحلية يؤدى إلى جذب الاستثمارات الأجنبية ( الخارجية) نتيجة تزايد قدرة الوحدة الواحدة من العملة الأجنبية على شراء وامتلاك عدد أكبر من الأسهم من نفس المشروع المطروح.

ومن هنا يبرز تأثير سعر الصرف على الخريطة الاستثمارية حيث يتأكد لنا ان العلاقة بين سعر صرف العملة المحلية وبين تنفيذ المشروعات الواردة فى الخريطة الاستثمارية علاقة عكسية، إذ كلما انخفض سعر صرف العملة كلما زاد الاقبال على المساهمة المشروعات

**الفرع الثانى : تأثير سعر الفائدة على الخريطة الاستثمارية**

العلاقة بين سعر الفائدة وبين تمويل الخريطة الاستثمارية علاقة عكسية.

كلما زاد سعر الفائدة انخفض حجم التمويل المتجه للاستثمار فى المشروعات الانتاجية الواردة فى الخريطة الاستثمارية للدولة.

ذلك أنه كلما زاد سعر الفائدة اتجه المدخرون والمستثمرون إلى إيداع أموالهم فى البنوك أو شراء السندات، للاستفادة من سعر الفائدة خاصة إذا زاد عن معدل التضخم المعلن.

كما أن زيادة سعر الفائدة تمثل عبئا على المستثمرين الراغبين فى تمويل مشروعاتهم عن طريق عمليات التمويل الاسلامى من البنوك، حيث تتوافق تكلفة التمويل مع سعر الفائدة المعلن من البنك المركزى.

وكلما انخفض سعر الفائدة زاد حجم التمويل المتجه للاستثمار الحقيقى فى المشروعات الانتاجية الواردة فى الخريطة الاستثمارية للدولة وذلك لأن انخفاض سعر الفائدة يؤدى إلى اندفاع الأموال المكدسة بالبنوك إلى الخروج إلى سوق الاستثمارات متجهة صوب الاستثمار.

كما أن انخفاض سعر الفائدة يؤدى إلى الاقبال على تمويل المشروعات من البنوك والمصارف نتيجة انخفاض تكلفة الأموال.

( مثال تركيا 2018)

**الفرع الثالث : تأثير الاحتياطى الإلزامى على الخريطة الاستثمارية**

يستخدم البنك المركزى نسبة الاحتياطى الإلزامى على البنوك المحلية كأداة من أدوات التحكم فى المعروض النقدى . وعند اتباع السياسات الانكماشية لمجابهة التضخم بحيث يقوم بزيادة نسبة الاحتياطى إلى 15% من الودائع البنكية لتخفيض المعروض من النقود، ولكن فى حالة السيطرة على التضخم والاتجاه نحو السياسات الانفتاحية يلجأ البنك المركزى إلى تخفيض نسبة الاحتياطى لزيادة عرض النقود وتوظيفها فى الاستثمار، وقد تنخفض النسبة إلى 10% فقط أو أقل بحيث تندفع 5% من الودائع نحو الاستثمار وبصفة خاصة فى حالة وجود خريطة استثمارية واضحة ومحدودة تطرح مشروعات واعدة ومشروعات ذات دراسات جدوى جاذبية.

*وخلاصة ذلك فإن دور البنك المركزى فى دعم جهود نجاح وتنفيذ مستهدفات الخريطة الاستثمارية* يتمثل فى عدة مسارات أولها تخفيض سعر الفائدة على الإقراض والخصم إلى أدنى قيمة ممكنة وتخفيض نسبة الاحتياطى داخل البنك المركزى إلى أدنى قيمة ممكنة بشرط توفير الأدوات التحفيزية لتشجيع خروج الأموال إلى الاستثمار بحيث تنضبط نسبة الاستهلاك تجنبا لحدوث التضخم ويتم ذلك من خلال اتباع الوسائل الترويجية المناسبة لطرح أشكال الاكتتاب والمساهمة فى الشركات القائمة على المشروعات الانتاجية الواردة فى الخريطة الاستثمارية بهدف امتصاص السيولة النقدية المتدفعة خارج البنوك بعد تخفيض سعر الفائدة.

**المطلب الثانى : دور بنوك الاستثمار فى تمويل الخريطة الاستثمارية**

" يمكن القول أن بنك الاستثمار يقوم بأربعة مهام رئيسية يمكن إنجازها فيما يلى:

1- توجيه النصح والمشورة:

وذلك فيما يتعلق بحجم الإصدار، ومدى ملائمة توقيته، ووسائل التمويل الأكثر ملا ئمة.

2- القيام بالاجراءات التنفيذية:

وذلك فيما يتعلق بالصدار الفعلى للأوراق المالية، وما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بالجهات المتعلقة بالاصدار.

3- التعهد:

وذلك بالتعهد بتصريف كل أو حد أدنى من كمية الأوراق المالية المقرر إصدارها. وقد يدفع البنك مقدما للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التى تعهد بتصريفها. وفى حالات أخرى قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون التزامه بتصريف قدر محدد منه وذلك مقابل عمولة، وإذا تبقى جزء لم يتم تصريفه يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار"[1]

## المبحث الرابع :
## تأثير سوق الأوراق المالية على الخريطة الاستثمارية.

**المطلب الأول: تأثير السوق الأولية والسوق الثانوية على الخريطة الاستثمارية**

أولا السوق الأولية:

" وتمثل سوق الإصدارات الجديدة التى تسوق من خلالها الأدوات المالية لأول مرة سواء لتمويل مشروعات جديدة او التوسع فى مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها . فهى أسواق تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل، ومن خلالها يمكن للوحدات الاقتصادية التى تحتاج إلى أموال إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب مع الترويج لها من خلال منشآت مالية مصرح لها بالترويج مثل البنوك، وشركات الترويج وتغطية الاكتتابات التى يتمثل نشاطها فى ضمان تلقى الاكتتابات فى الأوراق المالية التى تصدرها الشركات والجهات الأخرى، والترويج والتسويق لتلك الأوراق وتغطية الاكتتابات فيها"[2]

[1] - د.أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، جمهورية مصر العربية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، 2011، ص88-89

[2]- د. أشرف دوابة، الهندسة المالية الإسلامية، جمهورية مصر العربية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، 2017، ص 17

لا شك أن الخريطة الاستثمارية للدولة تحتاج إلى سوق إصدار قوية ونشطة بحيث تستطيع توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء الشركات القامة على تنفيذ المشروعات الانتاجية الواردة بالخريطة.

ثانيا السوق الثانوية:

ولها حالتان:

- الحالة الأولى: وهى السوق التى يستطيع من خلالها الشريك أن يبيع نصيبه من الأسهم فهى سوق لنقل الملكية وتيسير تداول الأسهم، وفى هذه الحالة فهى مفيدة للخريطة الاستثمارية من حيث طمأنة المستثمر إلى امكانية استرداد رأس ماله بقيمتها السوقية حيث إتمام انتقال السهم.
- الحالة الثانية: ولكنها سوق للمتاجرة فى الأوراق المالية يلجأ إليها الكثير ليس بغرض المشاركة الفعلية بل بغرض تحقيق الأرباح من فروق الأسعار، وفى هذه الحالة فهى غير مفيدة للخريطة الاستثمارية حيث أنها توجه فوائض المدخرين بعيدا عن المشاركة فى إنشاء مشروعات جديدة. لذلك فإن سوق الإصدارينبغى أن تقوم بالتركيز على امتصاص السيولة بحيث تتفوق على سوق المتاجرة وذلك من خلال النشاط المستثمر فى إصدار وطرح أسهم المشروعات الجديدة للاكتتاب مع استخدام كل الوسائل الترويجية والاعلانية اللازمة لذلك.

**المطلب الثانى : تأثير الشركات العاملة فى السوق على الخريطة الاستثمارية**

1- شركات ترتيب وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية

"تساهم هذه المؤسسات فى توفير رؤوس الأموال اللازمة للاكتتاب فى الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة ، أو عند زيادة رأسمال شركات قائمة بغرض التوسع ، أو توفير ذلك الاكتتاب فى السندات عند اللجوء إلى الاقتراض فى حالة التوسع فى الشركات القائمة"[1]

2- شركات الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقا مالية وتزيد رأسمالها

3- شركات رأس المال المخاطر

ويلعب نشاط رأس المال المخاطر دورًا كبيرا فى تمويل المشروعات الجديدة ، كما يساهم فى زيادة القدرة الإنتاجية للمشروعات القائمة من خلال المساهمة فى نقل التكنولوجيا الحديثة إليها، إلى جانب تشغيل الطاقات المعط لة للشركات المتعثرة عن طريق المساهمة فى إصلاح هياكلها التمويلية

[1] - عاطف النقلى ، الخصخصة وسوق الأوراق المالية فى مصر ، كتاب الأهرام، أغسطس1994 الاقتصادى، العدد (78) ، ص ص 46-47

والإدارية، من خلال تقديم التمويل اللازم والخبرات الفنية والإدارية لهذه الشركات ، وهذا يساهم بدرجة كبيرة فى زيادة القيمة المضافة ، إلى جانب المساهمة فى تنشيط سوقى الإصدار والتداول [1]

4- شركات المقاصة والتسوية فى المعاملات الأوراق المالية.
5- شركات تكوين وإدارة حافظ الأوراق المالية
6- صناديق الاستثمار

تعرف صناديق الاستثمار ، بأنها أوعية مالية تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها وإدارتها بالنيابة عنهم فى سلة أو محفظة من الأوراق المالية المختلفة ، من خلال إدارة فنية متخصصة ، بهدف زيادة عوائد الاستثمار ، مع الحفاظ على رأس المال[2]

وتحقق صناديق الاستثمار مزايا عديدة سواء على مستوى الاقتصاد القومى أو على المستوى الفردى ، فعلى المستوى القومى تساهم صناديق الاستثمار فى تنشيط سوق الأوراق المالية وتعبئة الموارد المالية وتوسيع قاعدة الملكية وامتصاص فائض السيولة لدى البنوك وعلى المستوى الفردى تتيح صناديق الاستثمار للأفراد التنويع فى تشكيل ة محافظهم المالية وتوزيع المخاطر على عدد كبير من الأفراد وإدارة مدخرات الأفراد بخبرة وكفاءة[3]
7- شركات السمسرة فى الأوراق المالية

## المطلب الثالث : دور الصكوك الإسلامية فى تمويل مشروعات الخريطة الاستثمارية

" يتمثل دور الصكوك الاسلامية فى الأمر الآتية:
أولا: جمع رؤوس الأموال لتمويل إنشاء مشروعات استثمارية واردة فى الخريطة من خلال تعبئة الموارد من المستثمرين عن طريق طرح صكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية فى أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها هو رأس مال المشروع[4]

---

[1] - راجع فى ذلك:
-سيد عيسى ، رأس المال المخاطر :وأهمية وجوده فى سوق التمويل فى مصر ، المؤتمر العلمى السنوى الثامن عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة (9-7) (إبريل 1994 ، ص ص 1994، صص 1-19.
-يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سابق، ص ص213 -2015.
[2] - راجع:
-الاتحاد العام للغرف التجارية المصرية ، الإصلاح الاقتصادى والخصخصة فى مصر ، النشرة الاقتصادية، العدد (27)، 1997، ص ص97 – 105.
[3] - راجع : - مصطفى على أحمد ، صناديق الاستثمار ؛ مزاياها ، أنواعها ، التكييف الشرعى لها، كتاب ندوة : صناديق الاستثمار فى مصر : الواقع والمستقبل ، الجزء الثانى، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الاسلامى، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997، ص ص 112 -114.
[4] - د. أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية معاصرة ، دار الكتاب الثقافى، ص37

"ثانيا: الحصول على السيولة اللازمة وتوسيع قاعدة المشروع وتطويره من خلال التصكيك لتحويل الأصول المالية للحكومات او الشركات إلى صكوك يتم عرضها فى السوق لجذب مدخرات لتمويل المشروعات طويلة الأجل"[1]

"ثالثا: تنويع العمل الاستثمارى الإسلامى من خلال تنوع إصدارات الصكوك دون التركيز على المرابحة، فضلا عن تنويع المخاطر.

رابعا: إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك لامتصاص السيولة، وتوجيهها إلى مشروعات الخريطة ومن ثم خفض معدلات التضخم.

خامسا: تمويل مشروعات البنية الأساسية والمرافق الحكومية والمؤسسات المالية والشركات الكبرى ذات النشاط الاستراتيجى الواردة فى الخريطة بما يسهم فى تحقيق التنمية الاقتصادية"[2]

## النتائج والتوصيات

**النتـــائج:**

1- الخريطة الاستثمارية للدولة نموذج للتخطيط الاقتصادى الأمثل لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

2- الأسواق المالية هى الرافد الرئيسى لتوفير التمويل اللازم لإنشاء وإقامة وتوسعات المشروعات الانتاجية السلعية والخدمية الواردة بالخريطة الاستثمارية.

3- الارتباط بين الأسواق المالية والخريطة الاستثمارية ارتباط عضوى حيث يحتاج كل منهما للآخر حيث تمثل الخريطة الاستثمارية المصب الملائم لتوظيف وحدات الفائض المالى فى الأسواق المالية بينما تحدد الأسواق المالية مستقبل الخريطة الاستثمارية من حيث النجاح أو الفشل.

4- يتعاظم دور البنك المركزى فى التاثير على الخريطة الاستثمارية من حيث كونه المسئول عن توجيه السياسات النقدية وتحديد ثلاثة أمور هى المؤثرة بقوة على الخريطة الاستثمارية، وهى: سعر صرف العملة المحلية، وسعر الفائدة، و نسبة الاحتياطى الإلزامى.

5- تتميز أسواق رأس المال بكونها تقوم بوظائف تخلو تماما من أية آثار تضخمية، كما أن تمويل المشروعات الواردة فى الخريطة الاستثمارية عن طريق الأسهم والصكوك يعفى هذه المشروعات من اعباء القروض وسلبيات الاستدانة.

[1] - أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، 2005، ص27

[2] - د.أشرف محمد دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق،القاهرة، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة،2009، ص 28

**التوصيات :**

1- يوصى الباحث بضرورة مشاركة عناصر المجتمع المدنى الخمس مع الأسواق المالية مع الحكومة فى رسم الخريطة الاستثمارية ومتابعة تنفيذها.

2- بضرورة تهيئة أسباب نجاح الأنشطة الإستثمارية من خلال تخفيض سعر الفائدة ( العائد على رأس المال) وتخفيض سعر الصرف الملائم لجذب الاستثمارات وتخفيض الاحتياطى الإلزامى إلى نسبة 10% لتوفير السيولة اللازمة لتمويل الخريطة.

3- يوصى الباحث بضرورة الاهتمام بتنشيط وتفعيل سوق الاصدار الأولية على حساب المتاجرة الثانوية

4- ضرورة الاهتمام بالشركات العاملة فى سوق الأوراق المالية.

5- يوصى الباحث بضرورة اتباع ضوابط المشروعية الإسلامية والتحقق من الالتزام بمبادئ الاقتصاد الإسلامى وأحكام الشريعة الإسلامية وفقه المعاملات المالية الإسلامية ومقاصد الشرع الشريف بحيث يتحقق مصطلح " الأسواق المالية الإسلامية" التى تتكون من بنك مركزى إسلامى، ومصارف إسلامية، وبورصة منضبطة، وشركات عاملة وفق الأحكام الشرعية.

6- يوصى الباحث بضرورة العمل على ابتكار الوسائل العملية للترويج والتحفيز على المشاركة في الخريطة وتيسير وسائل المشاركة من خلال إصدار الصكوك أو الأسهم أو تسهيل تحويل الأموال من خلال البنوك الإلكترونية أو فتح حسابات لغير المقيمين من خلال الشبكة العنكبوتية، حيث أن كل ذلك يساعد على نجاح هذا النموذج من خلال تنويع مصادر تمويله.

# المراجـــــــع:

## أولا: المراجع العربية:


1- د. أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ١٩٩٨، ص 17

2- أحمد ابى السرور " الأسواق ا لمالية العربية الناشئة : الأوضاع والأفا ق "، فى : سعيد ا لنجار، السياسات( المالية وأسواق المال العربية ، صندوق النقد العربى ، أبو ظبى ، الإمارات العربية المتحدة ، بدون سنة نشر ، ص 59

3- أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، 2005، ص27

4- د. أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية معاصرة ، دار الكتاب الثقافى، ص37

5- الاتحاد العام للغرف التجارية المصرية ، الإصلاح الاقتصادى والخصخصة فى مصر ، النشرة الاقتصادية، العدد (27)، 1997، ص ص97 – 105.

6- د.أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، جمهورية مصر العربية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، 2011، ص88-89

7- د.أشرف محمد دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق،القاهرة، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة،2009، ص 28

8- د. أشرف دوابة، الهندسة المالية الإسلامية، جمهورية مصر العربية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، 2017، ص 17

9- د. إقبال أحمد عبد الرحمن أبودوم، "المناهجية الإسلامية وإستراتيجية معالجة الأزمة الاقتصادية"،مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية،(2009 )، العدد(20 أ)

10-حسين عبد المنطلب حسين محمد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير فى الاقتصاد، جامعة الزقازيق – فرع بنها،2002، ص21

11-د.طارق قابيل ، س و ج.. ماذا تعنى خريطة الاستثمار الصناعى وكيف تفيد الاقتصاد؟، اليوم السابع، متاح فى موقع: https://www.youm7.com/story/2017/11/1/%D8%B3-%D9%88-%D8%AC

12- سيد عيسى ، رأس المال المخاطر :وأهمية وجوده فى سوق التمويل فى مصر ، المؤتمر العلمى السنوى الثامن عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة (7-9) (إبريل 1994 ، ص ص 1994، ص ص 1-19.

13- عاطف النقلى ، الخصخصة وسوق الأوراق المالية فى مصر ، كتاب الأهرام، أغسطس1994 الاقتصادى، العدد (78) ، ص ص 46-47

14- د. عمر بن صالح بن عمر، "مبادئ التخطيط الاقتصادى من منظور إسلامى"، مجلة كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة قطر، العدد (29)، 2011.

15- د .فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،1998/1999، ص91

16- د. كمال الجنزورى، حديث مع إبراهيم نافع، جريدة الأهرام، 1996/9/20

17- د. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظر إسلامى، مذكرة تدريسية، جامعة الملك عبد العزيز، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامى، المملكة العربية السعودية، مركز النشر العلمى، 2010، ص:5

18- محمود فهمى ، تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر ووسائل وأساليب تنميتها، معهد التخطيط القومى ، مذكرة رقم (331 )، أكتوبر 1982 ، ص3.

19- د. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل فى الأسواق المالية المعاصرة ، الجزء الأول، المملكة العربية السعودية، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، 2005، عن رسالة دكتوراه لنفس المولف بنفس العنوان، كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية

20- د .محمود يونس حمادة الحديثي، "التخطيط الاقتصادي ونمطه الإسلامي"مجلة جامعة تكريت للعلوم الإنسانية،المجلد (16) العدد(4)، 2009.

21- مصطفى على أحمد ، صناديق الاستثمار ؛ مزاياها ، أنواعها ، التكييف الشرعى لها، كتاب ندوة : صناديق الاستثمار فى مصر : الواقع والمستقبل ، الجزء الثانى، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الاسلامى، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997، ص ص 112 -114.

22- منير عبد الفتاح جمعة، "أولويات الاستثمار في مصر:نحو بناء خريطة استثمارية متكاملة" ، مرجع سابق ص26.

23- منير هندى، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، الأسكندرية، دار منشأة المعارف للتوزيع، 1977، ص663

24- يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سابق، ص ص213 - 2015

## المراجع الأجنبية:

[1] -Rose, P.S., & D.R. Fraser Financial Institution: Opcit, P. 82



# الدعوة لإلغاء بورصات الاسواق المالية
## " بين الواقعية والخيال "

أ.علي أحمد هب الريح
عضو هيئة تدريس بكلية الاقتصاد
جامعة مصراتة- ليبيا

أ.عبد المنعم مفتاح محمد
عضو هيئة تدريس بجامعة السيد
محمد بن علي السنوسي- ليبيا

**ملخص:**

هدف البحث الى التوصل لنتيجة منطقية لدعوة البعض لأغلاق اسواق الاوراق المالية بحجة كثرة المعاملات المحرمة أو التي فيها شبه حرمة من خلال مناقشة مبرراتهم والرد عليها، وقد أتُبع في هذا البحث المنهج الاستقرائي الوصفي النقدي، وخلص البحث الى أن الدعوة لإغلاق أسواق الاوراق المالية لا تمت للواقع بصلة وان الاستمرار في تنقيح ادوات التداول هو الاجدى والانفع.

**المقــدمــة:**

الاقتصاد اليوم صار مقياساً لتطور المجتمعات فلا يمكن بناء دول قوية باقتصادات ضعيفة، بل أن الاقتصاد صار من أدوات التحكم في الدول إن لم يكن أكثرها تأثيراً، ولم يعد من خيار أمام مجتمعاتنا سوى بنهضة اقتصادية لأن الكساد وقلة الرواج تحطم مقدرات الشعوب وتتسبب في اضرار بالغة الضرر، ولا شك ان هناك مؤسسات يقوم بها اقتصاد بلد وتعتبر مقياساً لقياس حالته الاقتصادية، ومن هذه المؤسسات وأهمها سوق الاوراق المالية، والتي منذ ظهورها انتشرت في مختلف دول العالم، وتحولت من مجرد ملتقى للتجار لتبادل السلع الى مؤسسات كبيرة دار بعقلية احترافية وحالياً وتؤثر في اقتصاد بلد ما التأثير الكبير، بل إن بعض اسواق المال يتجاوز تأثير البلد الموجودة فيه الى غير بحيث يشمل العالم بأسره، فخبر انهيار سوق اوراق مالية كبيرة أو انتعاشها اصبح يتصدر نشرات الاخبار ومواقع التواصل الاجتماعي، ورغم أن اسواق الاوراق المالية دخلت بلدان العالم الاسلامي منذ وقت ليس بالقليل الا أن الجدل حول التداول فيها لايزال مطروحاً، وربما كان هو احد اسباب عدم وجود سوق مالية كبيرة في بلدان العالم الاسلامي لقلة المتداولين فيها، بدلاً من التفكير في ايجاد صيغ تداول توافق قانون الاخلاق الاسلامي في الاسواق، وفي هذا البحث نناقش اهمية اسواق الاوراق المالية وسوف نبدأ بتاريخ ظهورها وتطورها ووظائفها وتأثيرها في الاقتصادات لننهي البحث بيان امكانية قيام اقتصاد متطور وعصري بدون سوق اوراق مالية على الاقل في وقتنا الحالي الذي اصبحت اسواق الاوراق المالية أحد أهم محركي الاقتصاد وقياس رواجه وكساده.

### مشكلة البحث

سوق الاوراق المالية أصبحت هي شريان التعاملات الاقتصادية في مختلف دول العالم؛ واصبحت هي المصدر الرئيس لطرح الاوراق المالية والتعامل فيها، ورغم أن البلدان الإسلامية شهدت افتتاح أسواق مالية منذ عقود إلا أن دعوات الغائها وتحريم التعامل فيها جعل العديد من اصحاب المدخرات يعزفون عن استثمار أموالهم فيها، ما جعل هذه الاسواق دون المستوى المطلوب من ناحية التداول وتحريك الأموال، وهذا البحث يجيب على التساؤلين التاليين:

- ما مدى توافق معاملات اسواق الاوراق المالية مع الشريعة الاسلامية؟
- الى أي مدى يعتبر وجود الاسواق المالية مطلب اساسي لقيام اقتصاد عصري ومتطور؟

### فرضية البحث

جميع تعاملات أسواق الأوراق المالية فيها محرمة أو شبهة محرمة، وبالتالي يحرم التعامل فيها، وهي ليست ذات أهمية في نمو الاقتصادات وبالتالي وجودها ليس ضرورياً في البلدان الإسلامية.

### منهج البحث

من اجل إثبات أو نفي هذه الفرضية اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي النقدي، وذلك بتجميع المعلومات حول موضوع الدراسة وتفسيرها وتحليلها للإحاطة بكافة جوانبها، ومن ثم نقد ما يتوجب النقد واضافة ما يلزم اضافته حتى تتبلور الرؤية حول الموضوع وتكون الاضافة بعد محصلة من الخطوات المتتابعة.

### أهداف البحث

- التعريف بدور الاسواق المالية في رواج تداول السلع والاوراق المالية.
- بيان سلبيات التعاملات في الاسواق المالية.
- بيان مبررات الدعوة لإغلاق الاسواق المالية ونقدها.
- بيان حكم التعامل في سوق الاوراق المالية حسب المجامع الفقهية المعتبرة.
- التعامل في الاسواق المالية وفق فقه المقاصد.

### الدراسات السابقة

1. **دراسة بعنوان (*سوق الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق*)**، نبيل خليل طه، الجامعة الإسلامية غزة، 2017م، رسالة ماجستير، وقد درس الباحث الناحية النظرية في أحكام المعاملات المالية، ودرس حالة البورصة الماليزية باعتبارها احدى بورصات الدول الإسلامية، وخلص الباحث الى أن هناك فرق جوهري بين النظرية والتطبيق في إطار عمل سوق الاوراق المالية، وارجع السبب في ذلك الى وجود اختلاف كبير بين الفقهاء والمذاهب حول حكم بعض التعاملات.

2. **دراسة بعنوان (أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة)**، مبارك بن سليمان بن محمد، رسالة دكتوراة مقدمة لجامعة محمد بن سعود الإسلامية، 2005م، وقد درس الباحث الاسواق

المالية وتاريخ نشأتها والمعاملات المالية التي تتم فيها والآراء الفقهية حول هذه المعاملات والرقابة الشرعية على الاسواق المالية، وخلص الباحث الى أهمية وجود اسواق الاوراق المالية وان تتوفر فيها هيئات رقابة شرعية.

3. **دراسة بعنوان (عمليات البورصة في ميزان الفقه الإسلامي)**، رمضان عبد الله الصاوي، جامعة الأزهر الشريف، بحث علمي مقدم لنيل ترقية علمية، وقد درس الباحث المعاملات القائمة في الأسواق المالية ومحاولة الباحثين ترقيع بعض المعاملات لتتوافق مع الشريعة الإسلامية بدلاً من ايجاد بدائل صحيحة لها.

**خطة البحث:**

1.1 التعريف بالبورصة وتاريخ ظهورها
2.1 أهمية البورصة في تنشيط الاقتصادات
3.1 سلبيات التعامل في البورصة
4.1 مبررات الداعين لإغلاق البورصات
5.1 نقد مبررات الداعين لإغلاق البورصات

### 1.1 التعريف بالبورصة وتاريخ ظهورها

مصطلح بورصة لم يعرفه فقهاء الاقتصاد العرب قديماً، فهو مصطلح لا ينتمي للغة العربية، وهي كلمة مشتقة من اسم تاجر إيطالي اسمه (فان دين بورص)، كان لديه فندقاً في مدينة بلجيكية هي مدينة(فينيس)، وكان يجتمع فيه التجار في القرن الخامس عشر ميلادي لعقد الصفقات التجارية من بيع وشراء السلع المتداولة في ذلك الوقت، وما يميز هذا التداول في فندق السيد(بورص) هو التزام التجار بتسليم البضائع في تاريخ مستقبلي وبسعر متفق عليه مسبقاً بين البائع والمشتري، وهو ما يعد بداية ظهور الأسواق الآجلة، ومع اتجاه الدول الاوروبية لاستعمار بلدان أخرى خارج القارة الاوروبية مع بداية القرن السادس عشر أقام التجار البلجيك مكاناً أخر للتجمع فيه في مدينة(أنفرس)، ثم ظهرت بورصة(بال)، وهي أيضاً في بلجيكا عام 1683م، أما خارج بلجيكا فكانت بورصة(لندن) هي الاولى حيث ظهرت في العام 1695م، وفي القرن الثامن عشر ظهرت بورصة(فيينا) بالنمسا عام 1762م، وشهد العام 1762م ظهور اول بورصة خارج القارة الأوروبية وكانت في مدينة(نيويورك) الامريكية، وفي القرن التاسع عشر أسست بورصة في العاصمة البلجيكية(بروكسل) عام 1801م، ومن ثم أصبحت هناك بورصات في أغلب العواصم الأوروبية، ومع انتشار الشركات المساهمة منذ بداية القرن السابع عشر بعد نجاح تجربة(شركة المغامرون)، وتحريم الكنيسة في أوروبا للتعامل بالربا وما تلاه من تأسيس شركات الأموال لتجميع أكبر قدر من الأموال، وما تبعه من لجوء الحكومات للاقتراض ظهرت الحاجة للتعامل بالصكوك المالية، والتي كان يتم تداولها في الأماكن العامة، ومع كثرة التعامل بها ظهرت في فرنسا أول بورصة للأوراق

المالية عام 1724م، اعقبها إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في انجلترا مع بداية القرن التاسع عشر، أما في أمريكا فظهرت عام 1821م في شارع وول ستريت حيث كان يتم تداول الأوراق المالية في هذا الشارع[1]. ويعرف فقهاء الاقتصاد التقليدي البورصة بأنها(مؤسسة مالية يلتقي فيها بشكل يومي مندوبو الشركات الاستثمارية ، وعملاء المصارف، والتجار، والسماسرة لشراء وبيع العملات الأجنبية، والمضاربة بالأموال، وشراء ، وبيع البضائع والسّلع، ويوجد فيها مؤشر إلكتروني يعطي معلومات حول اتّجاهات الأسعار والأسهم، ارتفاعاً، واستقراراً، وهبوطاً، من خلال بعض التداولات، وتقوم على الشفافية والعلانية)[2]، ونعرفها بأنها(المكان الذي يتم فيه تداول العملات وأسهم الشركات و السندات والمعادن والسلع، وتكون فيه المعلومات عن السلع المتداولة متاحة للجميع، وتدار من قبل جهة عامة أو خاصة تتولى إدارتها جهة عامة أو خاصة).

**2.1 أهمية البورصة في تنشيط الاقتصادات**

1. تقوم بتجميع الأموال وتوجيهها الى الاستثمار في المشاريع الاستثمارية، وبذلك توفر الأموال اللازمة لهذه المشاريع وتحدث حركة وتواصل بين المدخرين والمستثمرين حيث لكل منهما مصلحة عند الآخر، فالمدخر يسعى لاستثمار أمواله، والمستثمر يبحث عن رأس المال لإقامه مشاريعه الاستثمارية.
2. توفر التنوع في اقامة المشاريع الاستثمارية عبر توفر الشركات التي تختلف في أنشطتها والمشاريع المتنوعة التي تعرض صكوكها للتداول.
3. أنشطتها لا يترتب عليها تضخم، بخلاف البنوك التي تسهم في زيادة التضخم عن طريق الائتمانات التي وما يترتب عليها تضخم.
4. تعطي صورة حقيقية عن الوضع الاقتصادي وما يتعرض له من رواج وكساد.
5. توفر رقابة على أداء المشاريع الاقتصادية الخاصة، وتحكم على سياسة إدارتها، وإيضاً السياسات النقدية للدولة وما كفاءتها.
6. توفر قاعدة بيانات جيدة تمكن اصحاب الاموال من اتخاذ القرارات الصحيحة نحو الاستثمار المفيد لهم عبر اتاحة المعلومات للجميع وبشفافية.
7. انتعاشها يدفع أصحاب الأموال الى تنمية مدخراتهم في المشروعات مما يسهم في حالة الانتعاش.
8. اصدار الشركات الاستثمارية لنشرات دورية حول أنشطتها وميزانيتها يمكن المدخرين من تقييم تلك المشاريع ومن ثم معرفة المشاريع الانسب لهم لاستثمار أموالهم.
9. التداول فيها ميسر لمن يبحث عن الاستثمار الحقيقي في المشروعات أو من يريد تجميع السيولة النقدية ما يسهم في تضييق الفجوة بين الاستثمار قصير وطويل الأجل.

[1] محمد فتحب البديوي، أسواق رأس المال، (القاهرة= ط1، 2007)، 25.
[2] معجم المعاني الجامع، www.almaany.com ، تم الدخول للموقع بتاريخ 5.10.2019.

10. تنمي الوعي الادخاري لدى المدخرين، فيصبحون قادرين على اتخاذ القرارات السليمة للادخار أو الاستثمار.
11. تستفيد الدولة منها في تحقيق الاستقرار النقدي، حيث تطرح الاوراق المالية فيها للسيطرة على التضخم أو الانكماش[1].

### 3.1 سلبيات التعامل في البورصة

بالرغم من أهمية البورصة لحركة الاقتصاد إلا أن الأمر لا يخلو من سلبيات تحدث في عمل البورصات عادة، وسوف نستعرض أبرز سلبيات التعامل في البورصة فيما يلي:

- **التلاعب في البورصة**: وهو أبرز سلبيات التعامل في البورصة لأنه يسبب أضراراً خطيرة إما على الشركات التي يتم تداول أسهمها ما يسبب في عزوف المدخرين عن الاستثمار في البورصة التلاعب يمكن أن يحدث بعد صور كأن يكون هناك تلاعب بعض المضاربين عن طريق الاشاعات لترويج توصيات أو لإضرار أسهم معينة لتخفيض سعرها، وقد يحدث التلاعب نتيجة لتسريب معلومات داخلية من قبل الشركات، أو قد يحدث التلاعب في عمليات غسيل الأموال وتهريب الأنشطة الاجرامية.
- **احتكار بعض الاسهم**: قد يلجأ بعض المضاربين أو مجموعة منهم من خلال شراء كمية كبيرة من أسهم معينة تجعل من السهل عليهم التحكم في سعر الصرف صعوداً، أو هبوطاً.
- **تواطؤ بعض السماسرة**: من أجل تحديد سعر معين لنوع معين من الاسهم لا يعكس السعر الحقيقي له.
- **التوصيات الوهمية**: وذلك من خلال استخدام الصحف ومواقع التواصل الاجتماعي للدعاية لسهم معين عبر إطلاق تسميات سهم الشهر، أو سهم الأسبوع، وذلك يدفع بالمدخرين للسعي لشرائه بغض النظر عن وضع الشركة المالي.
- **خلط الطلبات والعروض بالصفقات**: ولك لإيهام البعض برواج تداول بعض الاسم ومن ثمة يسعون لشرائها.
- **توصيات المستشارين الماليين المغلوطة**: قد يصدر بعض المستشارين الماليين توصيات بشراء سهم معين، أو ببيع سهم معين بطريقة مخادعة الهدف منها دفع المضاربين للشراء أو البيع.
- **المعلومات المضللة**: تعمد بعض الشركات لإصدار تقارير مضللة لا تعكس واقع الشركة لإيهام المضاربين بأن الشركة تحقق ارباحاً وبالتالي يسعون لشراء أسهمها.
- **التحكم بسعر الإغلاق**: ويحدث قُبيل الاغلاق أن يكون بعض المضاربين بإرسال أوامر بالشراء بكميات كبيرة من أجل ايهام البعض بارتفاع الطلب على هذا السهم أو ذاك.

[1] د. أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية (القاهرة= دار السلام، ط2، 2011)، 27.

- **الأخبار الكاذبة**: عبر نشر أخبار غير حقيقية عن بعض الأسهم من قبل بعض الإعلاميين بعد شراء ذممهم.
- **المقامرة**: كثير من الصفقات داخل البورصات لا تكون على قراءة البيانات بل بناءً على مقامرة من مضاربين ليس لديهم خبرة في التعامل في الاوراق المالية[1].

### 4.1 مبررات الداعين لإغلاق أسواق الاوراق المالية

لا شك أن الاصوات الداعية لإغلاق سوق الاوراق المالية خفت صوتها مع مرور الوقت وانتشار أسواق الأوراق المالية في البلدان الإسلامية، وأصبحت ضرورة ملحة للأعمال المالية، وأيضاً لقياس الرواج الاقتصادي، وأيضاً فترات الكساد، ولكن هذه الاصوات غيرت من خطابها الداعي لإغلاق سوق الاوراق المالية بشكل صريح، واستبدلته بتحريم المعاملات المالية في سوق الاوراق المالية جملةً، وذلك لاشتمال نظام سوق الاوراق المالية على التعامل بالفائدة الربوية حسب النظام العالمي لأسواق الاوراق المالية، وأنه لا توجد سوق أوراق مالية تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وإن ادعت ذلك والواقع يقول أن المعاملات التي تتم في سوق الاوراق المالية التي توجد بها هيئات للرقابة الشرعية تحتوي على مخالفات شرعية كثيرة، والقول بتسميتها بسوق الاوراق المالية الإسلامية هو مجرد تغرير بالحريصين على التعامل المالي البعيد عن الربا والمخالفات الشرعية للبيوع، وسوف نلخص فيما يلي أهم مبررات الداعين لإغلاق أسواق الاوراق المالية منعاً للإطالة:

- لا توجد سوق أوراق مالية تلتزم بضوابط البيوع الواردة في الشريعة الإسلامية.
- أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق الاوراق المالية في اغلبها من انشطة غير شرعية.
- التعامل في سوق الاوراق المالية قائم على النجش والمضاربة والاحتكار وهذا هو أساس التعامل فيها.
- الفتاوى المجيزة للتعاملات في سوق الاوراق المالية هي ترقيع لمعاملات مالية خاطئة، الواجب الابتعاد عنها لا تسويقها بثوب شرعي.
- الواقع يثبت حجم الاحتيال في اسواق الاوراق المالية والذي نتج عنه ازمات مالية عالمية جعلت عدد كبير من المضاربين فيها في عداد المفلسين بعد خداعهم بالتعامل فيها.

### 5.1 نقد مبررات الداعين لإغلاق أسواق الاوراق المالية

- **ماهية الأسواق المالية الإسلامية:**

بداية نقول إنه طيلة الفترة المكية من ظهور الإسلام كان التجار المسلمون يتعاملون في اسواق مكة والمدن الاخرى التي دخل بعض اهلها الاسلام، ولم تؤسس سوق إسلامية حتى هاجر الرسول الى المدينة، وقد كان المهاجرون والانصار قبل هجرته عليه الصلاة والسلام يتعاملون في سوق المدينة التي كان يديرها تجار يهود من سكان المدينة حيث كان اغلب التعامل فيها قائم على معاملات لا

[1] المرجع السابق.

تتفق وتعاليم الاسلام ولكن لم يكن هناك سبيل غيرها حتى هاجر الرسول عليه الصلاة والسلام وبدأت ملامح الدولة الإسلامية تتشكل بوضوح فأسس لهم سوقاً خاصة بهم وتدرج التشريع المالي الإسلامي فيها أسوة بباقي التشريعات الأخرى، ولا يخفى على المتخصصين تدرج الإسلام في منع التعامل بالربا مثلاً.

وتعرف السوق المالية الإسلامية بأنها: هي السوق التي تتداول فيها الاسهم والصكوك على النحو الذي تجيزه الشريعة الإسلامية[1]. ويعرفها هذا البحث بأنها: السوق التي تؤسس على أحكام الشريعة الإسلامية وتتعامل على أساسها في كافة معاملاتها السوقية. ولا شك أن تأسيس السوق الإسلامية لا يمكن ان يتوفر بدون توفر مقومات تأسيسها كلها، ولكن وفق قاعدة (مالا يُدرك كله لا يترك جله)، إن تأسيس سوق إسلامية في عالم أصبح الاقتصاد عصب الحياة فيه لا يمكن أن يتم وحدة واحدة بشكل متكامل، فهذا قول غير واقعي يصعب تطبيقه، ولكن يتم تكامله متى امتلكنا مقومات تأسيسه كلها، وإلا فالتدرج هو السبيل نحو الوصول للغاية السامية التي نسعى لتأسيسها حتى نجنب مجتمعاتنا والانسانية قاطبة مساوي المعاملات الربوية القائمة على استغلال حاجة الناس، فمعالم تكوين المصارف الإسلامية كانت بدايتها خجولة، ولكن رغم ذلك كان النواة لفكرة المصرفية الإسلامية التي لم يعد بلد إسلامي في العالم يخلو منها، وظهرت أدوات تمويلية متوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية بعد أن تأطرت وتحولت بفضل اسهامات المجاميع الاقتصادية من أحكام نظرية الى صيغ تمويلية بديلة عن الاقراض الربوية القائمة على منح الوهم لطالبي التمويل، ومع مرور الوقت ظهرت أدوات الرقابة الشرعية التي تقوم بضبط المعاملات وتصدر الضوابط الشرعية للتداول في الصيغ التمويلية ولا شك أن هناك طفرة في الاقتصاد الإسلامي حدثت منذ انتشار المصارف الإسلامية وما تبعه من إنشاء أسواق الاوراق المالية الإسلامية ففي بدايات افتتاح أسواق الاوراق المالية في البلدان الإسلامية، كانت الاسهم المطروحة للتداول فيها لشركات تتعامل وفق قواعد الاقتصاد التقليدي الربوي، ولكن مع مرور الوقت أصبحت هناك صيغ اسلامية بل وشهد سوق المال إنشاء أسواق مالية إسلامية لها هيئات رقابة شرعية تضبط معاملاتها. وإن القول باستحالة وجود شركات كافة معاملاتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ووفق أخلاق السوق الإسلامية على افتراض صحته لا يشكل مانعاً لعدم التعامل بأسهم هذه الشركات، يقول العز بن عبد السلام: (لو عم الحرام الأرض بحيث لم يوجد حلال، جاز أن يستعمل منه ما تدعو إليه الحاجة، والا لانقطع الناس عن الحرف والصنائع والأسباب التي تقوم بمصالح الأنام)، ويقول امام الحرمين الجويني: (إن الحرام إذا عم الزمان واهله، ولم يجدوا الى طلب الحلال سبيلاً، فلهم أن

[1] جيهان الطاهر محمد، تنظيم السوق المالية في الشريعة الإسلامية، مجلة البحوث الإسلامية، العدد الثالث، 2018، صـ230.

يأخذوا منه قدر الحاجة..)، ويقول الزركشي: (الحاجة العامة تنزل منزلة الضرورة الخاصة في حق آحاد الناس)[1].

- **ما مدى امكانية قيام اقتصاد عصري بدون اسواق مالية:**

وقبل مناقشة امكانية قيام اقتصاد متطور بدون بورصة، سوف نتطرق لأمر مهم وهو وظائف البورصة، ويمكن تعداد أهم وظائف البورصة فيما يلي:

1. **التمويل وتحفيز الاستثمار**: حيث تتقوم الحكومات أو رجال الأعمال بطرح المشروعات للاكتتاب في البورصة، ويقوم صغار المستثمرين، وأصحاب المدخرات بشراء أسهم هذه المشروعات، وتوفير رأس المال اللازم لها، ومن ناحية أخرى يستفيد هؤلاء من الأرباح والعائدات على هذه الأسهم.
2. **التسعير**: تقوم البورصة بتسعير قيمة الشركات العاملة فيها وأسهمها بشكل دوري لتوضيح مدى الارتفاع، أو الانخفاض في قيمتها، وبالتالي تعد البورصة أداة لتقييم الشركات والمشروعات.
3. **التخارج**: وهو بيع الشركة لجزء من حصصها لتحقيق الأرباح.
4. **التأشير**: إعطاء مؤشر عن الوضع المالي للبلاد طبقا لحجم التداول داخل البورصة وإجمالي القيمة "الافتراضية" لأسهمها، فكلما ارتفع هذين المؤشرين أمكن استخدام البورصة كغطاء للمعاملات الخارجية كالقروض مثلا[2].

ومن خلال هذه الوظائف التي تقوم بها البورصة نستشف أهميتها في الاقتصادات الحديثة المتطورة، فهذه الوظائف مهمة جداً لرجال الاقتصاد والمستثمرين بل وحتى لغيرهم من السياسيين وعلماء الاجتماع الذين يعنيهم الشأن الاقتصادي وقياسه، وخاصة مع انتشار التعامل الالكتروني في تبادل السلع وطلب المعلومة بسرعة للتجار وهذا أمر لا يتأتى إلا بوجود بورصة، كما أن اسواق المال اصبحت مقياساً لنمو الاقتصادات أو انكماشها. وفيما يلي سوف نتطرق لتأثير البورصة على الاقتصاد:

1. **التأثير على الاستثمار**: وهي أبرز أشكال التأثير فحين تنخفض البورصة أو تنهار نتيجة انخفاض قيمة أسهمها تنخفض بالتالي قدرة المستثمرين على تحصيل المال نتيجة انخفاض قيمة السهم وبالتالي تتأثر بالتبعية المشاريع التوسعية والاستثمارات الجديدة، وتزداد حالات إحجام المستثمرين عن دفع أموالهم إلى السوق.
2. **فقدان الثقة في الاقتصاد**: يرتبط انهيار البورصة بقيم منخفضة تعطيها وكالات التصنيف الائتماني لمدى قدرة البلاد على التعافي وهو ما يؤثر على الاستثمار الخارجي بشكل مباشر.

---

[1] د. أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص122.

[2] دراسة بعنوان (دليلك الشامل لفهم البورصة)، بنشر بموقع مهاجر نيوزhttp://www.panowd.com، تم الدخول اليه بتاريخ 13.10.2019.

3. **التأثير على الموازنة العامة**: عدم قدرة الحكومات والشركات على الوفاء بسداد قيمة السندات وأذون الخزانة المستحقة مما يجعلها تطرح أذون وسندات جديدة بفوائد أعلى لتغطية السندات القديمة مما يزيد من عجز الموازنة.

4. **انخفاض القيمة الكلية**: تتسبب البورصة في انخفاض عملة البلد عند حدوث كساد فيها أو انهيار البورصة[1].

استناداً على الوظائف السابقة نستنتج أن أسواق المال اصبحت اليوم أمرٌ لا بد منه، وبدلاً من الدعوة للعزوف عن التعامل فيها او المطالبة بإغلاقها لا بد أن ينصرف الجهد لتنقيح معاملاتها وضبطها وايجاد البدائل التي تتوافق مع ثوابت الشريعة الاسلامية واخلاقيات التعامل خاصة وأن هناك جهوداً تبذل وتجارب تتلمس طريق الصواب الكلي حتى وإن كانت عليها مآخذ إلا أن تنطلق مع السعي نحو تقليل الحرام والاخذ بالحلال، وما تشهده الساحة الاقتصادية من عمل دؤوب تمثل في اصدار المعايير الشرعية وقرارات مجمع الفقه الإسلامية لهو خير دليل على أن الوصول للأفضل يتحقق بشكل تصاعدي حتى يكتمل البناء ويكون صرحاً بإذن الله.

## الخاتمة والتوصيات:

انتهى البحث الى ان الدعوة الى اغلاق اسواق الاوراق المالية في البلدان الإسلامية بحجة مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية، هي دعوة اقرب الى الخيال ولا تستند الى مبررات واقعية، فلو اتبعنا طريقتهم لتم منع التجارة كلها وليس اسواق الأوراق المالية فقط، ولكن هذا لا يمنع من ضبط هذه الاسواق عبر المؤسسات المتخصصة في هذا المجال، ولقد لمسنا جهداً يذكر فيشكر من قبل هذه المؤسسات وعلى رأسها هيئة المحاسبة والمراجعة، ومجمع الفقه الإسلامي، وحسناً فعل مجمع الفقه عندما أجل اصدار بعض القرارات حول بعض المسائل الشائكة والتي لم تحتاج الى مزيد من التدقيق، فالتشريع للأمة ليس مثل الافتاء في مسائل شخصية، ولقد مررنا بتجارب مُرة مع فتاوى أخرت مجتمعاتنا ثم تبين أن التحريم لم يستند الى ثوابت الشريعة فُعدل عنه الى الاباحة، ولكن بعد أن فاتنا الكثير، ويُوصي البحث بتشجيع الابتكار في مجالات التمويل، فهو الذي ينهض بالاقتصادات ويفتح افاق التعامل في اسواق الاوراق المالية، وعدم الاستعجال في اصدار الفتاوى المقيدة والتي قد يتم التراجع عنها في وقت لاحق.

[1] المرجع السابق.

**ملحق:**

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد خاتم النبيين وعلى آله وصحبه أجمعين

قرار رقم: 63 (1/ 7).

**بشأن الأسواق المالية**

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 7-12 ذي القعدة 1412 الموافق 9 – 14 أيار (مايو) 1992م،بعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع: "الأسواق المالية" الأسهم، الاختيارات، السلع، بطاقة الائتمان،وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله،

قرر ما يلي:

**أولاً: الأسهم:**

الإسهام في الشركات:

أ- بما أن الأصل في المعاملات الحل فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز.

ب- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها.

ج- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات، كالربا ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة.

**ضمان الإصدار ( UNDERWRITING ):**

ضمان الإصدار: هو الاتفاق عند تأسيس شركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم، أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتتب فيه غيره، وهذا لا مانع منه شرعاً، إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه – غير الضمان – مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.

**تقسيط سداد قيمة السهم عند الاكتتاب:**

لا مانع شرعاً من أداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه، وتأجيل سداد بقية الأقساط، لأن ذلك يعتبر من الاشتراك بما عجل دفعه، والتواعد على زيادة رأس المال، ولا يترتب على ذلك محذور لأن هذا يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأس مالها المعلن بالنسبة للغير، لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاملين مع الشركة.

**السهم لحامله:**

بما أن المبيع في (السهم لحامله) هو حصة شائعة في موجودات الشركة وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة فلا مانع شرعاً من إصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة وتداولها.

**محل العقد في بيع السهم:**

إن المحل المتعاقد عليه في بيع السهم هو الحصة الشائعة من أصول الشركة وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة.

**الأسهم الممتازة:**

لا يجوز إصدار أسهم ممتازة، لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح.

ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية أو الإدارية.

**التعامل في الأسهم بطرق ربوية:**

أ- لا يجوز شراء السهم بقرض ربوي يقدمه السمسار أو غيره للمشترى لقاء رهن السهم، لما في ذلك من المراباة وتوثيقها بالرهن وهما من الأعمال المحرمة بالنص على لعن آكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه.

ب- لا يجوز أيضاً بيع سهم لا يملكه البائع وإنما يتلقى وعداً من السمسار بإقراضه السهم في موعد التسليم، لأنه من بيع ما لا يملك البائع، ويقوى المنع إذا اشترط إقباض الثمن للسمسار لينتفع به بإيداعه بفائدة للحصول على مقابل الإقراض.

**بيع السهم أو رهنه:**

يجوز بيع السهم أو رهنه مع مراعاة ما يقضي به نظام الشركة، كما لو تضمن النظام تسويغ البيع مطلقاً أو مشروطاً بمراعاة أولوية المساهمين القدامى في الشراء، وكذلك يعتبر النص في النظام على إمكان الرهن من الشركاء برهن الحصة المشاعة.

**إصدار أسهم مع رسوم إصدار:**

إن إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم، لتغطية مصاريف الإصدار، لا مانع منها شرعاً ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديراً مناسباً.

**إصدار أسهم بعلاوة إصدار أو حسم (خصم) إصدار:**

يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة الحاضرة للأسهم القديمة حسب تقويم الخبراء لأصول الشركة، أو بالقيمة السوقية.

**ضمان الشركة شراء الأسهم:**

يرى المجلس تأجيل إصدار قرار في هذا الموضوع لدورة قادمة لمزيد من البحث والدراسة.

**تحديد مسؤولية الشركة المساهمة المحدودة:**

لا مانع شرعاً من إنشاء شركة مساهمة ذات مسؤولية محدودة برأس مالها، لأن ذلك معلوم للمتعاملين مع الشركة وبحصول العلم ينتفي الغرر عمن يتعامل مع الشركة.

كما لا مانع شرعاً من أن تكون مسؤولية بعض المساهمين غير محدودة بالنسبة للدائنين بدون مقابل لقاء هذا الالتزام. وهي الشركات التي فيها شركاء متضامنون وشركاء محدودو المسؤولية.

**حصر تداول الأسهم بسماسرة مرخصين، واشتراط رسوم للتعامل في أسواقها:**

سماسرة مخصوصين يجوز للجهات الرسمية المختصة أن تنظم تداول بعض الأسهم بأن لا يتم إلا بواسطة ومرخصين بذلك العمل لأن هذا من التصرفات الرسمية المحققة لمصالح مشروعة.

وكذلك يجوز اشتراط رسوم لعضوية المتعامل في الأسواق المالية لأن هذا من الأمور التنظيمية المنوطة بتحقيق المصالح المشروعة.

**حق الأولوية:**

يرى المجلس تأجيل البت في هذا الموضوع إلى دورة قادمة لمزيد من البحث والدراسة.

**شهادة حق التملك:**

يرى المجلس تأجيل البت في هذا الموضوع إلى دورة قادمة لمزيد من البحث والدراسة.

**ثانياً: الاختيارات:**

أ- صورة عقود الاختيارات:

إن المقصود بعقود الاختيارات الاعتياض عن الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أوفي وقت معين إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين.

ب- حكمها الشرعي:

إن عقود الاختيارات – كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية – هي عقود مستحدثة لا تنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة.

وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعاً. وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداءً فلا يجوز تداولها.

**ثالثاً: التعامل بالسلع والعملات والمؤشرات في الأسواق المنظمة:**

- **السلع:**

يتم التعامل بالسلع في الأسواق المنظمة بإحدى أربع طرق هي التالية:

- الطريقة الأولى:

أن يتضمن العقد حق تسلم المبيع وتسلم الثمن في الحال مع وجود السلع أو إيصالات ممثلة لها في ملك البائع وقبضه.

وهذا العقد جائز شرعاً بشروط البيع المعروفة.

- الطريقة الثانية:

أن يتضمن العقد حق تسلم المبيع وتسلم الثمن في الحال مع إمكانهما بضمان هيئة السوق.

وهذا العقد جائز شرعاً بشروط البيع المعروفة.

- الطريقة الثالثة:

أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل ودفع الثمن عند التسليم وأن يتضمن شرطاً يقتضي أن ينتهي فعلاً بالتسليم والتسلم.

وهذا العقد غير جائز لتأجيل البدلين، ويمكن أن يعدل ليستوفي شروط السلم المعروفة، فإذا استوفى شروط السلم جاز.

وكذلك لا يجوز بيع السلعة المشتراة سلماً قبل قبضها.

- الطريقة الرابعة:

أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل ودفع الثمن عند التسليم دون أن يتضمن العقد شرطاً يقتضي أن ينتهي بالتسليم والتسلم الفعليين، بل يمكن تصفيته بعقد معاكس.

وهذا هو النوع الأكثر شيوعاً في أسواق السلع، وهذا العقد غير جائز أصلاً.

- **التعامل بالعملات:**

يتم التعامل بالعملات في الأسواق المنظمة بإحدى الطرق الأربع المذكورة في التعامل بالسلع.

ولا يجوز شراء العملات وبيعها بالطريقتين الثالثة والرابعة.

أما الطريقتان الأولى والثانية فيجوز فيهما شراء العملات وبيعها بشرط استيفاء شروط الصرف المعروفة.

- **التعامل بالمؤشر:**

المؤشر هو رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة يقصد منه معرفة حجم التغير في سوق معينة، وتجري عليه مبايعات في بعض الأسواق المالية.

ولا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده.

**البديل الشرعي للمعاملات المحرمة في السلع والعملات:**

ينبغي تنظيم سوق إسلامية للسلع والعملات على أساس المعاملات الشرعية وبخاصة بيع السلم، والصرف، والوعد بالبيع في وقت آجل، والاستصناع، وغيرها.

ويرى المجمع ضرورة القيام بدراسة وافية لشروط هذه البدائل وطرائق تطبيقها في سوق إسلامية منظمة.

**رابعاً: بطاقة الائتمان:**

أ-تعريفها:

بطاقة الائتمان هي مستند يعطيه مصدره لشخص طبيعي أو اعتباري – بناء على عقد بينهما – يمكنه من شراء السلع أو الخدمات ممن يعتمد المستند دون دفع الثمن حالاً لتضمنه التزام المصدر بالدفع. ومن أنواع هذا المستند ما يمكن من سحب نقود من المصارف. ولبطاقات الائتمان صور:

– منها ما يكون السحب أو الدفع بموجبها من حساب حاملها في المصرف وليس من حساب المصدر فتكون بذلك مغطاة. ومنها ما يكون الدفع من حساب المصدر ثم يعود على حاملها في مواعيد دورية.

– ومنها ما يفرض فوائد ربوية على مجموع الرصيد غير المدفوع خلال فترة محددة من تاريخ المطالبة. ومنها ما لا يفرض فوائد.

– وأكثرها يفرض رسماً سنوياً على حاملها ومنها ما لا يفرض فيه المصدر رسمياً.

ب- التكييف الشرعي لبطاقات الائتمان:

بعد التداول قرر المجلس تأجيل البت في التكييف الشرعي لبطاقات الائتمان وحكمها إلى دورة قادمة لمزيد من البحث والدراسة.

والله أعلم.

# المراجــع:

**أولاً: الكتب العلمية:**

1. أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام، القاهرة، الطبعة الثانية، 2011.
2. محمد فتحب البديوي، أسواق رأس المال، المكتبة الاكاديمية، القاهرة، الطبعة الاولى، 2007.
3. جيهان محمد الطاهر، تنظيم السوق المالية في الشريعة الإسلامية، مجلة البحوث الإسلامية، العدد الثالث، 2018.

**ثانياً: الدراسات السابقة:**

4. نبيل خليل طه، رسالة ماجستير بعنوان (سوق الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق)، بحث غير منشور، الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، قسم إدارة الاعمال.
5. مبارك بن سليمان بن محمد، رسالة دكتوراة بعنوان (أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة)، السعودية، جامعة محمد بن سعود الإسلامية، بحث منشور، دار الكنوز للنشر، الطبعة الأولى، 2005م.
6. رمضان عبد الله الصاوي، دراسة بعنوان (عمليات البورصة في ميزان الفقه الإسلامي)، غير منشورة، دراسة بعنوان (عمليات البورصة في ميزان الفقه الإسلامي)، مصر، جامعة الازهر، كلية الشريعة والقانون، قسم الشريعة.

**ثالثاً: المواقع الالكترونية:**

7. معجم المعاني الجامع، ww.almaany.com.
8. موقع مهاجر نيوز http://www.panowd.comK



# المشتقات المالية في الأسواق المــالية ودورهــا في خــلق الازمـات الاقتصادية

د.محمد عدنان أبوالهيجاء – الأردن
باحث في مجالات الادارة المالية والاقتصاد والتمويل والمصارف الاسلامية
محاضر غير متفرغ في الجامعة الأردنية / قسم المصارف الاسلامية

## المقــدمــة

في ظل ما شهدته الصناعة المالية من مستجدات مبتكرة وادوات مالية مستحدثة عرفت باسم المشتقات المالية والتي وضعت في الأساس لأهداف تتعلق بتقليل مخاطر الاستثمار والحد من خسائر التقلبات في الأسعار سواء للعملات او للأدوات المالية المتداولة او غيرها من الاصول المالية الا أنها عند المغالاة في الاستخدام تحولت هذه الادوات تدريجياً لأدوات هدفها الاساسي المضاربة والمقامرة على تقلبات الأسعار فبدلاً من ان تكون أدوات للتحوط أصبح لا بد من التحوط منها وبدلاَ من أن تكون ادوات لتقليل المخاطر أصبحت أدوات لنقل المخاطر ولذا لا بد من دراسة مخاطرها والوقوف على ما احدثته فعلياً من شقوق وأزمات للمؤسسات والأسواق المالية واقتصاديات الدول خوفا من مغبة محاكاتها بصورة خاطئة لتكون بقالب شرعي اسلامي مستقبلا وينالنا من المشتقات المالية ما ناله الاقتصاد الرأسمالي.

وتنبع أهمية البحث في هذا الموضوع من ضرورة وضع المشكلة في حجمها الطبيعي من أجل ايجاد الحلول المبتكرة المستمدة من مبادئ الاقتصاد الحقيقي المنضبط بالأحكام الشرعية، ولتحقيق الهدف من هذه الورقة البحثية سيتم من خلالها محاولة الاجابة على السؤال الرئيس التالي:

**ما هي المشتقات المالية وهل لها دور فعلي في خلق الأزمات الأقتصادية؟**

وعلى ضوء السؤال السابق تم تقسيم موضوعات البحث الى على النحو التالي:

المبحث الاول: المشتقات المالية وانواعها.

المبحث الثاني: الازمات الاقتصادية وأنواعها.

المبحث الثالث: دور المشتقات المالية في خلق الازمات الاقتصادية.

وفي الختام سيتم عرض ابرز الاستنتاجات البحثية وتقديم التوصية من خلالها.

ولقد استخدم في هذه الورقة البحثية المنهج الوصفي على ضوء ما تم الاطلاع عليه من دراسات وندوات ومراجع علمية ومقالات وكتب وأبحاث تتعلق في موضوع البحث.

## المبحث الاول

## المشتقات المالية / Financial Derivatieve

**أولاً: مفهوم المشتقات المالية:**

يطلق عليها أيضا الادوات المالية المشتقة[1] Derivatieve Financial Instrument: وهي الأدوات المالية التي تخلق حقوقا والتزامات لها أثر تحويل واحد او أكثر من المخاطر المالية الملازمة للأداة الرئيسية بين أطراف الأداة، ولا ينجم عن الأداة المشتقة تحويل الأداة الرئيسية عند بدء العقد كما لا يحدث بالضرورة أيضاً عند استحقاق العقد ومن الأمثلة عليها: الخيارات المالية Financial Options ، والعمليات الآجلة والمستقبلية Futurers and Forwards، ومبادلات أسعار الفائدة Interest Swaps ، ومبادلات العملات Currency Swaps.

وعرفت أيضاً بأنها عبارة عن: عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها[2].

كما يمكن تعريف المشتقات المالية Financial Derivatieve بأنها عبارة عن:" عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية،سلع، الخ....)، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة"[3].

وعرفت أيضاً بأنها: " عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للاصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل السندات والأسهم و النقد الاجنبي والذهب وغبره من السلع"[4].

والفئات المشاركة في أسواق المشتقات المالية تنقسم الى جهتين:

**الفئة الأولى**: هي فئة المستخدمون النهائيون ENDS USERS الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحّوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة، وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل : المصارف وبيوت الأوراق المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وغيرها.

**الفئة الثانية**: هي فئة الوسطاء INTERMEDIARIES أو المتعاملين DEALERS الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق وذلك في

---

1 طلال أبو غزالة، **معجم ابو غزالة للمحاسبة والاعمال**، مجموعة طلال ابو غزالة، المكتبة الوطنية، الاردن، عمان،2001م، ص92

2 حمود بن سنجور وآخرين، **الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث**، اتحاد المصارف العربية، 1995، ص 85.

3 مبارك سليمان آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة** ، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الاولى،2005، ص 917.

4 المرجع نفسه، ص 917.

مقابل جني إيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة[1].

**ثانياً: أنواع عقود المشتقات الرئيسة:**

**1 – العقود الآجلة والعقود المستقبلية Futurers and Forwards:**[2]

العقد الأجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري و بائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق.

وعلى غرار العقد الآجل فان العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد.

و لا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية، فمثلا عدد الوحدات في العقد الواحد و تواريخ التسليم و مستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من العقود، و هو ما يجعل تداول هذه العقود في البورصة ممكنة، أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود، وبنود العقد تتحدد وفقا لاتفاق الطرفين.

2 – **عقود الاختيارات**[3] **Options**: وهي عقود تعطي لمالكها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل ما، بسعر يحدد مقدما مقابل دفع علاوة العقد، ويبقى هذا الحق صالحا حتى تاريخ استحقاقه، ومشتري الخيار غير ملزم بممارسة حقه طالما لم يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يمكنه من تحقيق أرباح ، ولا يخسر مشتري الخيار أمام محرر العقد إلا العلاوة، بينما يترك أمامه مجال الربح مفتوحا. وكما يبدو فان عقد الخيار إما أن يكون عقدا يعطي لمشتريه الحق في الشراء من المحرر، أو أن يكون عقدا يعطيه حق البيع للمحرر.

3 – **عقود المبادلة**[4] **Swaps** : وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين، وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها والمحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منهما والمقومة بعملات مختلفة، وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه.

ويصنف المتعاملون في عقود المشتقات المالية وفقا لغاياتهم الى ثلاثة أصناف:

1 – المتحوطون (Hedgers) : وهم المهتمون بتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها والمشتقات المالية تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

---

1 عبد الحميد البعلي، بحث بعنوان: **المشتقات المالية في الممارسات العملية وفي الرؤية الشرعية**، الكويت، 1999م، ص ص 8–9.

2 منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر**، الجزء الثاني ، منشأة المعارف ، مصر الإسكندرية، 2003، ص6 .

3 طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، ، 2002، ص16 .

4 صالح مفتاح، **العولمة المالية**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، العدد الثاني،2002، ص220 .

2- المضاربون (Speculators): وهم الذين يراهنون على تحركات الاسعار مستقبلاً، ولهذا يستخدمون المشتقات لتحقيق المكاسب.

3- المراجحون (Arbitrageurs): وهم يسعون لتحقيق ربح بدون مخاطر جراء فرق سعر أصل معين بين سوقين فيشترون بسعر منخفض ويبيعون بسعر اعلى في ذات الوقت[1].

## المبحث الثاني
## طبيعة الأزمات المالية أو الاقتصادية

**أولاً: مفهوم الأزمات المالية أو الاقتصادية:**

الأزمة المالية تعني "وقوع خلل حاد ومفاجئ نسبياً يـضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطاراً وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولـة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح، ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة، وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي وخسائر في الموارد المادية والموارد البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد يعقبها انهيارات حادة لمؤسسات مالية ومؤسسات أخرى مرتبطة بها[2].

وعرفت أيضا بأنها: "الانهيار المتزامن لمجموعة من المؤسسات المالية المترابطة، بسبب محاولة المستثمرين، المضاربين، المقرضين والمودعين تصفية أصولهم. هذه التصفية تحدث بسبب تغير توقعاتهم من متفائلة إلى متشائمة، كما أن الحوادث الخارجية كالحرب مثلاً يمكن أن تهدد استقرار الأسواق وتؤدي إلى حدوث أزمة. وتحدث هذه الأزمة في اقتصاد واحد أو عدة اقتصاديات مترابطة فيما بينها، كما حدث سنة 1929م[3].

وبناءاً عليه يمكن تعريف الأزمة المالية في الاسواق المالية بأنها: انهيار حاد ومباغت في أسعار الأوراق المالية أو في عملة الدولة صاحبة السوق مما يؤدي إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية والمستثمرين ونتيجته تكون سلبية على معدلات النمو الاقتصادي.

**ثانياً: أنواع الأزمات المالية أو الاقتصادية:**

1- **أزمات في العملة**: ويطلق عليها أيضا أزمة سعر الصرف، أو أزمة ميزان المدفوعات، وتحدث الأزمة في النقد الأجنبي، أو العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، وترغم البنك المركزي ( السلطات النقدية) على الدفاع عن

---

1 طارق حماد، **المشتقات المالية (المفاهيم ، ادارة المخاطر، المحاسبة)**، الدار الجامعية ، 2001 ، ص 8.

2 Rajan.Ramkishen" **Financial Crisis ,Capital Outflows, and Policy Responses: Examples form East Asia** "Journal of Economic Education, 2007, Vol. 38, No. 1; pp. 92-109.

3 Donald Rutherford ,**routledge dictionary of economics** ,2nd edition, Routledge, New York, 2002, p: 218

العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة، ويكون التدهور كبيراً غالباً بما يزيد نسبتة عن 25%.

2- **الأزمات في المصارف**: وهي نوع من الأزمات يتعرض فيها بنك أو عدد من البنوك إلى تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعه مع عدم القدرة على مواجهة طلبات السحب ويكون هذا التدافع نتيجة للديون أو الخصوم قصيرة الأجل في البنوك تفوق الأصول في نفس الآجال، أو عدم وجود مصدر سيولة لمواجهة الأزمات قصيرة الأجل أو عدم وجود مقرض نهائي مستعد لتغطية العجز، والمهم في ذلك أن هذه الأزمة تحدث عندما يتوافر حجم كبير من الأصول غير القادرة على أداء واجباتها وتغدو غير كفوءة.

وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة ولها آثار أشد على النشاط الاقتصادي، وقد كانت هذه الأزمات نادرة في الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي بسبب القيود على رأس المال والتحويلات، ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً منذ السبعينيات وتحدث بالترادف مع أزمات العملة[1].

كما أنّ الأزمات المصرفية تتصف بالذعر المالي لأنها قد تصيب المنظومة المصرفية برمتها بشلل مما يؤدي إلى زرع الذعر بين أوساط المودعين الذين يعملون في هذه الحالة على سحب ودائعهم سالكين في ذلك سلوك القطيع، لدرجة أن التجربة بينت للعيان أن أثار هذا السلوك لا يفرق بين البنوك السليمة التي تتمتع بأوضاع مالية جيدة أو رديئة، حيث يلاحظ غلق أبواب المصارف أملاً في استقرار الأوضاع واسترجاع الثقة المهتزة.

3- **أزمة المديونية**: وتحدث هذه الأزمة عند توقف المقترضين عن السداد، أو يتم توقع ذلك من المقترضين فيمتنعون عن الإقراض، وتتم تصفية القروض القائمة، كما أن المخاطر المتوقعة بتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل ثم إلى أزمة في الصرف الأجنبي.

4- **أزمات الأسواق المالية**: وتحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" "bubble" التي تتشكّل عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، وهو ارتفاع غير مبرر، وهذا ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو تحقيق الربح الناتج عن فروقات الاسعار، وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل وفي هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهاً قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أم في القطاعات الأخرى، وبالتالي فإن عدوى انتقال الأزمة

---

1 كريستيان ملدر،عين العاصفة -يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل،. مجلة التمويل و التنمية، المجلد 39، عدد 4، ديسمبر 2002،ص 6.

المالية في الأسواق الحالية تتم من خلال قناة الأسعار، أي تغير أسعار الأصول المالية، وهذه العدوى تعرف كذلك بـ "Effet domino" أو كرة الثلج "Effet boule de neige" بحيث تنتقل من متعامل أو مؤسسة مالية إلى أخرى إلى أن تصبح الأزمة أزمة نظامية "systémique crise" تمس النظام المالي برمته.

كما أن أزمة الاسواق المالية في عصرنا الحاضر تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل انفتاح الأسواق وعولمتها وتأخذ الأزمة في هذه الحالة بعداً عالمياً. إن خطورة الأزمة النظامية تكمن في صعوبة معالجتها بالطرق التقليدية المعروفة لكونها تحمل خطراً كلياً غير قابل للتحويل أو التنويع أي عدم جدوى استعمال استراتيجية تنويع الاستثمارات كأسلوب لامتصاص الأخطار المالية، كما أنه لا مجال لاستعمال المشتقات كاستراتيجية لتحويل الأخطار ومن مخاطر الأزمة النظامية ظهور أزمة السيولة، وما ينجر عنها من آثار سلبية على نشاط الأسواق المالية بشكل عام[1].

وان من أبرز خصائص هذه الأزمات النظامية في الاسواق المالية ما يلي :

- تضاؤل عدد المتدخلين في السوق المالي، أي فقدانه للعمق نتيجة انعدام الثقة.
- انخفاض كبير في قيمة الأصول المالية لارتباطها بمخاطر عالية بالنسبة لحائزيها.
- فقدان الأصول المالية خاصية الشفافية ومن ثم يصبح السعر لا يعبر عن حقيقة قيمة الأصل المالي.

5- **الأزمات المالية المزدوجة**: حيث تميزت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية بتولد شكل جديد من الأزمات المالية هي الأزمات المزدوجة، وهي عبارة عن تركيبة من الأزمات المصرفية وأزمات الصرف، وتظهر هذه الأزمات من خلال تركيبة من مضاربة حادة ضد العملة الوطنية وموجة من الإفلاسات والضعف في البنوك، تجتمع مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف وبالتالي نظام الصرف ككل، وكذلك الشك بخصوص سيولة وملاءة الوسطاء الماليين، والتي لها تأثير متبادل وعكسي الواحدة على الأخرى[2].

وعلى العموم فانه يمكن أن يحدث تزامن وازمات مركبة من أزمات عدة تؤثر على كل من العملة والبنوك والمديونية والاسواق المالية في وقت واحد مما قد يكون له اثر كارثي يؤدي للاعلان عن افلاس دول، وذلك كنتيجة طبيعية للترابط الكبير الموجود بين مصادر الأزمات، وقد يكون من أقرب الأمثلة على ذلك ما حدث في اليونان قبل مدة قصيرة.

---

1 احمد طرطار و شوقي جباري ، **فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية** ، **مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية** ، 2014م، ص 5.

2 **المرجع السابق نفسه** ، ص 6.

**ثالثاً: الأسباب العامة للأزمات الاقتصادية[1]د**

1- **العولمة الاقتصادية**: وهي تعني نظاما تجاريا عالميا مفتوحا تزول فيه العوائق امام حركة السلع والبضائع والخدمات ورؤوس الامول وتغدو التجارة الدولية الحرة المتعددة الاطراف هي الاساس وتتحول فيه قوى السوق العاتية الى نظام تفرضه الشركات المتعدية الجنسية والمنظمات الدولية المالية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ، وبهذا ستنعدم الحدود المالية ويصعب التمييز بين الاسواق المحلية والعالمية وتتزايد الاندماجات والتحالفات والاستحواذات وهذا سيؤدي حتما الى تقليص قدرة الحكومات في رسم السياسات الاقتصادية المستقلة في بلدانها.

2- **المضاربات المالية**: فبعد انعدام القيود على حركة رؤوس الاموال عالميا حدثت مضاربات مالية كبيرة تتابعت على اثرها ازمات اسواق مالية وانهيار بورصات وعملات كما حدث في 1987 عموما و عام 1993 في عملات اوروبا خصوصا وفي المكسيك عام 1994 تلاها ازمة النمور الآسيوية عام 1997.

3- **اقتصاد الفقاعة**: وهو وصف لحالة من انتفاخ اقتصادي كالبالون عندما تزيد المبالغة في المضاربة على سلعة ما او ادوات مالية معينة ، مما يعكس اسعار خيالية لا تعكس انتاجا ولا اقتصادا حقيقيا الامر الذي ينذر بانفجار تلك الفقاعات في اي وقت ما ينعكس سلبا على الاقتصاد ككل وانهيار مفاجئ للاسعار وحدث ذلك في عدة دول مثل الولايات المتحدة الامريكية (فقاعة التكنولوجيا) واليابان والعديد من الدول العربية بما يعرف بفقاعات العقار.

4- **تحرير الاسواق المالية**: حيث ان نتائج الدراسات الدولية التي شملت اكثر من 100 ازمة مالية على مر التاريخ والتي حدثت في حوالي 20 دولة اثبتت ان اغلب الدول في عينة الدراسة كانت منفتحة على العالم في اسواقها المالية ومؤسساتها المصرفية مما اثر عليها بعدم استقرار عملاتها وواجهت مشاكل في مبزان مدفوعاتها.

---

1 زكريا شطناوي، **الآثار الاقتصادية لأسواق الاوراق المالية من منظور اقتصادي اسلامي**، دار النفائس ، الطبعة الاولى ، الاردن، 2009م، ص ص 198-203.

## المبحث الثالث
## دور المشتقات المالية في خلق الأزمات الأقتصادية

**أولاً: المخاطر التي تنجم عن استخدام المشتقات المالية:**

إن المخاطر التي تواجه المتعاملين في أسواق المشتقات يمكن تصنيفها على النحو التالي:

1- **المخاطر الائتمانية**: تعبر عن المخاطرة المتمثلة في الخسارة الناجمة عن تعثر الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته التي يتضمنها عقد المشتقات، وتتمثل هذه الخسارة في تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد السابق.

2- **مخاطر السوق**: تنشأ مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات من السلوك السعري لأسعار الأصول محل التعاقد أي التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات (ويعزو السبب في هذا إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، وأيضا نقص السيولة الذي يؤدي إلى تدهور أسعار الأصول وصعوبة إبرام عقود جديدة لمجابهة هذا التدهور، حيث قد يتعذر على حاملي عقود المشتقات تعديل مراكزهم لتحقيق التغطية الكافية أمام استمرار انخفاض أسعار الأصول[1].

والجدير بالذكر أن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد ضراوة وذلك في حالة وجود محتكرين في تلك السوق، حيث يقوم هؤلاء المحتكرين بعمليات شراء وبيع على نطاق كبير مما يؤدي إلى تقلب أسعار الأصول بشكل حاد، ومما يؤثر بدرجة كبيرة على توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار .بالإضافة إلى ذلك فإن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد خطورة في ظل ترابط الأسواق المالية بدرجة أكبر، مما يؤدي إلى سهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى، ومن ثم فإن المتعاملين في مجال عقود المشتقات يكونوا في حاجة ماسة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر وفهم كيفية تفاعلها مع بعضها البعض، وبالتالي فإن تقدير مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات إنما يعتمد على التقييم المرتبط بالسوق، وأيضا على الأدوات التي تستخدم كوقاية من هذه المخاطر.

3- **المخاطر التشغيلية**: تتمثل هذه المخاطر في الخسائر التي تنتج عن عدم كفاءة النظم الإدارية والرقابية وإخفاق الإدارة في مجال التعامل بالمشتقات، حيث أن تعقد المشتقات يقتضي توافر عناصر بشرية مدربة ونظم رقابية تكون قادرة على التيقن من سلامة التعاملات ومراكز المتعاملين.

4- **مخاطر التسوية في المشتقات**: تتمثل مظاهر مخاطر التسوية في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنيا، فقد يتعرض أحد الأطراف للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعا مع رفض الطرف الآخر بالسداد في التاريخ المحدد للتسوية كما قد يكون قيمة الأصل محل التعاقد عرضة

---

1 فرج عبد العزيز عزت، **اقتصاديات البنوك –الصناعة المصرفية والمالية الحديثة –**، لبيان للطباعة والنشر، مصر، 2002 ، ص 47.

لتقلبات الأسعار وبالتالي قد تنخفض القيمة في حالة عدم توافق ميعاد تسليم الأصل مع ميعاد استلام ما يقابله نقدا يوم التسوية.

5- **المخاطر المنتظمة**: تتمثل هذه المخاطر في حدوث اهتزاز في المركز المالي لمؤسسة مصرفية أو مالية تتعامل في سوق المشتقات، مما قد يسبب بالتالي خللا ماليا في مؤسسات أخرى داخل الجهاز المصرفي أو المالي، وقد يسبب خللا ماليا في الجهاز ذاته، أو في أجزاء أخرى من أسواق مالية مرتبطة بسوق المشتقات. وهناك العديد من العوامل والمخاطر الأخرى في أسواق المشتقات التي تؤثر في المخاطر المنتظمة منها :حجم أسواق المشتقات، درجة تركز المؤسسات العاملة في تلك الأسواق، توافر السيولة والارتباط بين الأسواق، والمخاطر الائتمانية ومخاطر السيولة.

6- **المخاطر القانونية**: وتنشأ هذه المخاطر عن سوء التوثيق في العقود، وعدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات اللازمة للتعاقد، والوضع القانوني غير الواضح لبعض التعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة التعثر أو الإفلاس[1].

**ثانياً: التوسع الهائل في استخدام المشتقات المالية عالمياً[2]:**

واذا اردنا ان ننظر الى حجم المشتقات المالية على مستوى العالم ككل وتشمل المشتقات المدرجة وغير المدرجة في البورصة نرى الاقام الهائلة على النحو التالي:

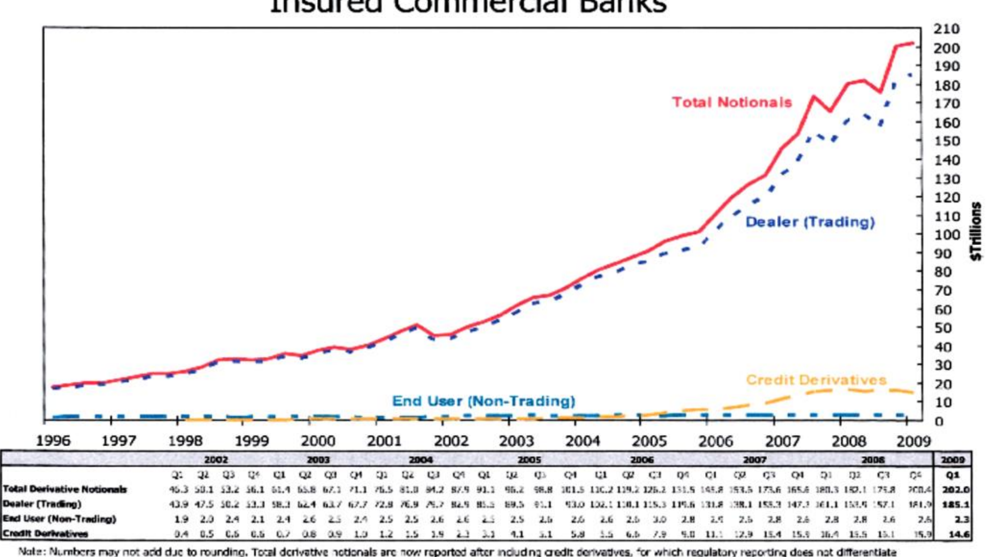
| بيان المشتقات **** | القيمة تريليون دولار أمريكي |
|---|---|
| المدرجة | ٥٤٢ |
| مبادلات سعر الفائدة | ٤٥٨ |
| مبادلات الائتمان | ٥٧ |
| الصرف الأجنبي | ٦٢ |
| السلع | ١٣ |
| الاوراق المالية | ١٠ |
| غير مخصصة | ٨١ |

وإذا ما نظرنا إلى العالم وكأنه وحدة واحدة نجد ان لدينا عائدات او ناتج محلي إجمالي يقدر بحوالي ٦٠ تريليون دولار تدعمها أصول حقيقية تقدر ب ٦٥ تريليون دولار، وأصول مالية تقدر ب ٧٠ تريليون دولار وفي جانب الخصوم نجد ان اجمالي المشتقات عالميا يزيد على كدرليون **Quadrillon $** وهو رقم لم نتعود على استخدامه، والرسم البياني أدناه يعطي صورة لنمو المشتقات للبنوك التجارية في الولايات المتحدة الامريكية فقط:

1 المرجع السابق ، ص 48.

2 توبي بيرش، **دور المشتقات في احداث الازمة العالمية** ، بحث مقدم لـ منتدى البركة، موقع الاقتصاد والتمويل الاسلامي.






| | 2002 | | | | 2003 | | | | 2004 | | | | 2005 | | | | 2006 | | | | 2007 | | | | 2008 | | | | 2009 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 |
| Total Derivative Notionals | 45.3 | 50.1 | 53.2 | 56.1 | 61.4 | 65.8 | 67.1 | 71.1 | 76.5 | 81.0 | 84.2 | 87.9 | 91.1 | 96.2 | 98.8 | 101.5 | 110.2 | 119.2 | 126.2 | 131.5 | 145.8 | 153.5 | 173.6 | 165.6 | 180.3 | 182.1 | 175.8 | 200.4 | 202.0 |
| Dealer (Trading) | 43.9 | 47.5 | 50.2 | 53.3 | 58.3 | 62.4 | 63.7 | 67.7 | 72.8 | 76.9 | 79.7 | 82.9 | 85.5 | 89.5 | 91.1 | 93.0 | 102.1 | 110.1 | 115.3 | 119.6 | 131.8 | 138.1 | 153.3 | 147.3 | 161.1 | 159.9 | 157.1 | 181.9 | 185.1 |
| End User (Non-Trading) | 1.9 | 2.0 | 2.4 | 2.1 | 2.4 | 2.6 | 2.5 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 3.0 | 2.8 | 2.9 | 2.5 | 2.8 | 2.6 | 2.8 | 2.8 | 2.6 | 2.6 | 2.3 |
| Credit Derivatives | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.5 | 1.9 | 2.3 | 3.1 | 4.1 | 5.1 | 5.8 | 5.5 | 6.6 | 7.9 | 9.0 | 11.1 | 12.9 | 15.4 | 15.9 | 16.4 | 15.5 | 15.1 | 15.9 | 14.6 |

Note: Numbers may not add due to rounding. Total derivative notionals are now reported after including credit derivatives, for which regulatory reporting does not differentiate between trading and non-trading.

Data Source: Call Reports.

**ثالثاً: دور المشتقات المالية في أزمة الرهونات العقارية الامريكية:**

تعد المشتقات المالية من السباب الجوهرية للازمة المالية التي حدثت في الولايات المتحدة الامريكية حيث ان الفقاعة العقارية ادت الى توفر محافظ عديدة من الرهونات العقارية لدى المصارف مما دفع مصرف معين على سبيل المثال الى استخدام احد المحافظ التي يملكها لاصدار اوراق مالية جديدة (سندات) يقترض بها من مؤسسات مالية اخرى أكبر بما يعرف باسم التوريق (Secuyitization) فالبنك في هذه الحالة لم يكتفي بالاقراض الاول بضمان العقار الاصلي للمواطن الامريكي الذي اشترى عقاره بالاصل ديناً، بل قام باصدار سندات جديدة بضمان محفظة الرهن العقاري وتستمر هذه العملية موجة بعد اخرى لينتج العقار الواحد طبقات متوالية من الاقراض ، فاذا ما انهارت طبقة بسبب العجز عن التسديد انهارت باقي الطبقات وساهمت في احداث الازمة المالية وهذا ما اطلق عليه "ازمة الرهن العقاري"[1].

والبنوك الاستثمارية الامريكية هي سبب المشكلة الرئيسة لانها لا تخضع لرقابة البنك المركزي كما البنوك التجارية المعتمدة على الودائع ، فالبنوك الاستثمارية تعتمد على استثمار الاموال المجمعة في تجارة الاسهم والسندات والعقارات والرهن العقاري ولقد كانت هذه البنوك عناوين رئيسة للازمة المالية الامريكية التي تحولت لازمة عالمية عندما توسعت في القروض العقارية لدرجة ان تمنح قروضا عقارية بدون اي دفعة مقدماً وبفترة سماح تصل لـ 3 سنوات، وكان من اشهر شركات الرهن العقاري التي انهارت (فريدي ماك) و(فاني ماي) والتي انقذهما الاحتياطي الفدرالي الامريكي بقيمة 5.2 ترليون دولار.

1 جورج وي هرفرتز ، **مخاطر النمو القوي ومقايضة الديون** ، مستقبل الراسمالية ، نيوزويك العربية ، 2008، ص 24.

وفي ظل هذه التسهيلات الضخمة من قبل البنوك الامريكية زاد حجم الاقبال على شراء المنازل دون النظر الى ملاءة العميل المالية ومدى قدرته على التسديد للاقساط الدورية وبها نتج عجز كبير في التسديد من قبل عدد كبير من العملاء مما اوجد ازمة سيولة لدى البنوك الاستثمارية مما دفعها للهروب نحو الامام باصدار سندات اخرى بضمان الرهونات العقارية المتعثرة اصلا، و تم بيع هذه السندات الى كبار مستثمرين ومؤسسات مالية في مختلف دول العالم في اوروبا واسيا مما أدى الى انتشار الازمة عالمياَ عندما افلست تلك البنوك الاستثمارية جراء عدم قدرة المدينين على التسديد.

ولقد صرح المحافظ السابق لبنك الاحتياطي الفدرالي (جرنسبان) بأن المشتقات المالية كأدوات مالية عقدت المشهد وكانت بمثابة (قنابل مالية موقوته) ستنفجر باي لحظة وهذا ما حدث في انفجار الفقاعة العقارية في ازمة الولايات المتحدة الامريكية مما سبب الازمة المالية العالمية 2008 حيث بلغت عمليات مقايضة وتبادل القروض (الديون) المتعثرة التي تمثلها المشتقات المالية حوالي 50 ترليون دولار.

حيث ان احد اكبر البنوك الامريكية (جي بي مورجان) كان لزاما عليه من قبل الاحتياطي الفدرالي الاحتفاظ باحتياطيات ضخمة تحسبا لافلاسات العملاء ولكن عندما وجد هذا البنك ضالته (سبب الكارثة) بأداة مالية تنقل مخاطر الديون الى طرف ثالث بشركات تأمين تتلقى أقساط لقاء تحمل تلك المخاطر، توسع وتمادى في منح القروض بعد ان حرر الاموال الاحتياطية المحتجزة بهذا الاسلوب وهو ما يعرف بـ " مقايضة الديون " وجاءت الطامة الكبرى عندما اوشك عملاق التامين الامريكي "اي اي جي" على اعلان افلاسه بسبب عجوزات التسديد بمقدار 14 مليار دولار للبنوك الاستثمارية جراء ضمان الديون ، لولا ان قام الاحتياطي الفدرالي بتملك حوالي 80% من الشركة مقابل قرض بـ 85 مليار دولار وذلك باكبر عملية تأميم مخالفة للنظام الرأسمالي من أجل الانقاذ ولكي لا تتفاقم الازمة.

ولقد وصف وارن بافيت الملياردير الكبير في عالم المال والاستثمار بان مقايضة الديون كاحد انواع ومنتجات المشتقات المالية بأنها "اسلحة دمار شامل مالية"، وذلك عندما حولت تلك الديون لشركات تأمين وصناديق معاشات واصبحت تتم عليها عمليات مضاربة واسعة النطاق بقيم تفوق حجمها الحقيقي مما ادى لذلك الانهيار الكبير[1].

**رابعاً: دور المشتقات المالية في خلق الأزمات الاقتصادية على الصعيد الجزئي والكلي:**

لقد كانت المشتقات بشكل أو بآخر متاحة خلال العديد من السنين الماضية كما أن المهندسين الماليين دأبوا على تطوير المنتجات المشتقة الجديدة والمعقدة و التي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم، فقد قال عنها J.Lipen في مقال له في صحيفة وول ستريت لعام 1994 لم أعرف موضوعا

---

1 أحمد النجار، الازمة المالية الامريكية والعالمية واعادة الاعتبار لدور الدولة وللنموذج الاشتراكي، اصدارات مركز الدراسات الاستراتيجية، العدد 194 ، ديسمبر 2008م ، ص ص 14-25.

يجهله الناس قدر المشتقات غير أنه لسوء الحظ فان فقدان التفهم العام لهذه الأدوات لم يحل دون تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات و بالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لايمكن تحملها وإن التوسع في المشتقات المالية بدون ضوابط عرض المتعاملين فيها لخسائر فادحة و ربما للإفلاس، والأمثلة على ذلك كثيرة[1]، نذكر منها ما يلي:

1- بلغت خسائر شركة Procter&Gamble وهي إحدى الشركات الأمريكية الكبرى المصنعة للسلع الاستهلاكية نحو 1.2 مليون دولار خلال شهر أبريل من عام 1994 من جراء المضاربة على تحركات سعر الفائدة.

2- حققت شركة أمريكية وهي Air Products and Chemicals خسائر خلال شهر ماي من عام 1994 بلغت قيمتها 60 مليون دولار نتيجة التعامل بالمشتقات المالية.

3- ومن ناحية أخرى قدرت الخسائر المالية التي لحقت بشركة Kachima Oil اليابانية بحوالي 1.5 مليار دولار نتيجة الاتجار والتعامل في عقود أسعار الصرف.

4- ولحقت خسائر بشركة Metallgesellshaft الألمانية حوالي 1.4 مليون دولار، كما وصلت الخسائر التي تحملتها إحدى الشركات المتخصصة في الأوراق المالية وهي Painewebber إلى حوالي 268 مليون دولار بين شهري 6-9 / 1994 والتي نتجت عن دعم احدى صناديقها الاستثمارية في تجارة المشتقات المالية.

5- وتجاوزت خسائر بنك Kidder Peabody وهو أحد بنوك الاستثمار الأمريكية نتيجة قيامه بعملية شراء و بيع المشتقات في أحد صناديقه الاستثمارية حوالي 4 ملايين دولا خلال شهر أوكتوبر من العام 1994م.

6- وتعد أزمة مجموعة بنك Barings من الأزمات الشديدة لما لها من آثار وانعكاسات ممتدة ومتشعبة على النشاط المصرفي في كثير من دول العالم وتعود تلك الأزمة إلى قيام أحد فروع هدا البنك والكائن في سنغافورة بالمضاربة في سوق العقود الآجلة وخاصة عقود الخيارات والعقود الآجلة المتداولة في بورصتي أوساكا اليابانية وسيمكس السنغافورية في الوقت الدي جاءت فيه اتجاهات السوق عكس توقعاته في ظل غياب عملية الرقابة على عمليات تلك السوق من قبل ادارة البنك[2].

وعليه فالدعوة ليست للاحتفال بالانتصارات التقنية لأسواق المنتجات المشتقة مالياَ، والافتتان بمقدرتها على الاستجابة لكل الاحتياجات. بل أيضا للانتباه بأنها تعتبر واحدة من أعظم عناصر

---

1 بزاز حليمة وهدى بن محمد، **بحث بعنوان: المشتقات المالية و مخاطرها**، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، ص ص 19-20.

2 هبة الباز، **التطورات العالمية وتأثيرها على العمل المصرفي واستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها - إشارة خاصة لمصر** ، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2003، ص ص 35-36.

الخطر للمالية الحالية، حيث تسببت في العديد من الأزمات ومن الممكن هنا أن نعيد إلى الأذهان دروس أزمة يوم الاثنين الأسود حيث وجهت الاتهامات لأسواق المشتقات، بأنها سبب رئيسي للأزمة، إضافة إلى مأساة بنك بارنجز «Barings Brothers and cpmpany bank» الذي عصفت به رياح المشتقات المالية[1].

ونكرر ونؤكد أن المشتقات المالية كانت أحد أهم أسباب الأزمة المالية العالمية التي لازالت تلقي بضلالها وتداعياتها على العالم، إن هذه الأزمة ضربت الاقتصاد العالمي بصورة واضحة في الربع الأخير من عام 2008 وخاصة بعد انفجار أزمة الرهونات العقارية الأمريكية، وأدت إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية والمصرفية والتي كان من بين أهم أسباب انهيارها تعاملها بالمشتقات المالية المبنية على محافظ ديون العقارات.

ويؤكد محللي الأزمة المالية العالمي 2008 بأن المشتقات المالية ساهمت بشكل أساسي في خلق وتفاقم الأزمة فهي كما رأينا سابقا لا تتضمن المتاجرة بأصول حقيقية، وإنما هي عقود متعلقة بتحقق شروط أو أحداث في المستقبل، وهي أقرب للقمار منها للتجارة، وأحد أوضح صور تجارة المشتقات تتعلق بالمضاربة على اتجاه ارتفاع أو انخفاض مؤشرات البورصات ، ونوع آخر يتعلق بوعود البيع أو الشراء لسلعة أو أصل مالي في المستقبل عند سعر معين، ولا يشترط في البائع أو المشتري تملك السلعة أو الورقة المالية، ويكتفي فقط بتقديمه وعدا بالبيع أو بالشراء، وعقود المشتقات المالية التي تطور التعامل بها بشكل ملفت ايان الازمة الاقتصادية العالمية حيث بلغت قيمتها أكثر من 600 تريليون دولار حول العالم مما ساهم في نشوء مثل هذه الأزمة المالية[2].

كما ثبت ايضا من خلال العديد من الدراسات ان المشتقات المالية ذات التوسع المتزايد ترافقت زيادتها ونوها مع زيادة وتفجير العديد من الازمات الاقتصادية في العالم ومنها **الازمة الآسيوية** مرورا وانتهاءاً **بازمة اليونان** وان من ابرز الادوات التي لعبت هذا الدور هي عقود مبادلات التأمين على الدين ضد مخاطر عدم التسديد وكذلك عمليات التوريق الهائل لسندات الدين فاصبحت الديون والقروض تشكل محافظ استثمارية يتم تداوله والمضاربة بها[3].

1 سحنون محمود، **مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الازمات الاقتصادية، جامعة منتوري الجزائر**، نشر على الموقع الالكتروني لموسوعة التمويل والاقتصاد الاسلامي، تاريخ الدخول 20-3-2019م، ص 8.

2 بوعافية سمير و قريد مصطفى، **التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية**، الملتقى العلمي حول: الازمة المالية والاقتصادية الدولية ، الجزائر ، جامعة سطيف ، كلية الاقتصاد ، اكتوبر 2009م. ص 13.

3 عرابة رابح و أحضري دليلة ، **نظرة اقتصادية وشرعية لدور المشتقات المالية في احداث الازمات الاقتصادية**، الملتقى العلمي الدولي الخامي حول : الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية ، ص 22.

## الاستنتاجات

1- **المشتقات المالية** هي نتاج **هندسة مالية** بدأت لغايات التحوط وادارة المخاطر وانتهت عند المغالاة في الاستخدام وتحولت تدريجياً لأدوات هدفها الاساسي **المضاربة والمقامرة** على تقلبات الأسعار وبدلاً من ان تكون أدوات للتحوط من المخاطر أصبح **لا بد من التحوط منها** وبدلاَ من أن تكون ادوات لتقليل المخاطر أصبحت **أدوات لنقل المخاطر** من طرف الى آخر.

2- ان المشتقات المالية ذات التوسع الهائل تزامن توسعها مع العديد من الفقاعات الاقتصادية مثل فقاعة التكنولوجيا وفقاعة العقارات وترافق مع زيادتها تفجير العديد من الازمات الاقتصادية في العالم ومنها **الأزمة الآسيوية** مرورا **بالأزمة العالمية** 2008م (**الأمريكية**) ومنذ القريب **أزمة اليونان والعديد من الأزمات الدولية** وان من ابرز الادوات التي لعبت هذا الدور هي عقود مبادلات التأمين على الدين ضد مخاطر عدم التسديد.

## التوصيات

أخذ العبرة والدروس من المخاطر التي أحدثتها المشتقات المالية في الاسواق المالية العالمية من قبل (مهندسي المالية الاسلامية) والوقوف على ما احدثته فعلياً من شقوق وأزمات للمؤسسات المالية والأسواق واقتصاديات الدول خوفا من مغبة محاكاتها بصورة خاطئة فلا لا تكون بقالب شرعي مستقبلا فينالنا منها ما ناله الاقتصاد العالمي.

وفي الختام " الحمد لله رب العالمين"

## المراجع


1. طلال أبو غزالة، **معجم ابو غزالة للمحاسبة والاعمال**، مجموعة طلال ابو غزالة ، المكتبة الوطنية ، الاردن ، عمان، 2001م .
2. حمود بن سنجور وآخرين، **الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث**، اتحاد المصارف العربية، 1995 .
3. مبارك سليمان آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة** ، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الاولى ،2005.
4. عبد الحميد البعلي، **بحث بعنوان: المشتقات المالية في الممارسات العملية وفي الرؤية الشرعية**، الكويت، 1999م.

5. منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر**، الجزء الثاني ، منشأة المعارف ، مصر الإسكندرية، 2003.
6. طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، ، 2002.
7. صالح مفتاح، **العولمة المالية**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، العدد الثاني،2002.
8. طارق حماد، **المشتقات المالية (المفاهيم ، ادارة المخاطر، المحاسبة)**، الدار الجامعية، 2001 .
9. كريستيان ملدر،**عين العاصفة –يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل**،. مجلة التمويل و التنمية، المجلد 39، عدد 4، ديسمبر2002.
10. احمد طرطار و شوقي جباري ، **فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية ، مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية** ، 2014م .
11. زكريا شطناوي، **الآثار الاقتصادية لأسواق الاوراق المالية من منظور اقتصادي اسلامي**، دار النفائس ، الطبعة الاولى ، الاردن، 2009م.
12. فرج عبد العزيز عزت، **اقتصاديات البنوك –الصناعة المصرفية والمالية الحديثة** –، لبيان للطباعة والنشر، مصر، 2002 .
13. توبي بيرش، **دور المشتقات في احداث الازمة العالمية** ، بحث مقدم لـ منتدى البركة، موقع الاقتصاد والتمويل الاسلامي.
14. جورج وي هرفرتز ، **مخاطر النمو القوي ومقايضة الديون** ، مستقبل الراسمالية ، نيوزويك العربية ، 2008.
15. أحمد النجار، **الازمة المالية الامريكية والعالمية واعادة الاعتبار لدور الدولة وللنموذج الاشتراكي**، اصدارات مركز الدراسات الاستراتيجية، العدد 194 ، ديسمبر 2008م .
16. بزاز حليمة وهدى بن محمد، **بحث بعنوان: المشتقات المالية و مخاطرها**، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية.
17. هبة الباز، **التطورات العالمية وتأثيرها على العمل المصرفي واستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها – إشارة خاصة لمصر**، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2003.
18. سحنون محمود، **مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الازمات الاقتصادية، جامعة منتوري الجزائر**، نشر على الموقع الالكتروني لموسوعة التمويل والاقتصاد الاسلامي، تاريخ الدخول 20-3-2019م.
19. بوعافية سمير و قريد مصطفى، **التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية**، الملتقى العلمي حول: الازمة المالية والاقتصادية الدولية ، الجزائر، جامعة سطيف ، كلية الاقتصاد ، اكتوبر 2009م.
20. عرابة رابح و أحضري دليلة ، **نظرة اقتصادية وشرعية لدور المشتقات المالية في احداث الازمات الاقتصادية**، الملتقى العلمي الدولي الخامي حول : الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية.
21. Rajan.Ramkishen" **Financial Crisis ,Capital Outflows, and Policy Responses: Examples form East Asia** "Journal of Economic Education, 2007, Vol. 38, No. 1.
22. Donald Rutherford ,**routledge dictionary of economics** ,2nd edition, Routledge, New York, 2002.



# كفاءة الأسواق المالية

## " دراسة تطبيقية على البورصة المصرية "

**أ.د. أشرف محمد دوابه -مصر**
أستاذ الاقتصاد والتمويل الإسلامي
بجامعة اسطنبول صباح الدين زعيم.تركيا
رئيس الأكاديمية الأوربية للتمويل والاقتصاد الإسلامي

**أ. تمارا الحيكمي- اليمن**
باحثة دكتوراه اقتصاد وتمويل إسلامي
بجامعة اسطنبول صباح الدين زعيم.تركيا

**ملخص:**

يهدف هذاالبحث إلى توضيح مدى كفاءة السوق المالي المصري، ودراسة سلوك أسعار الأسهم لمؤشر (EGX30) في السوق المصري خلال الفترة من نوفمبر2014 حتى أكتوبر 2019، وتبحث هذه الدراسة في الشكل الضعيف لكفاءة السوق في سوق الأوراق المالية في مصر مستخدماً بذلك المنهج القياسي من خلال اختبارات جذر الوحدة، واختبارات التوزيع الطبيعي والارتباط التسلسلي للسعر الشهري لمؤشر البورصة المصرية EGX 30.

وتوصل البحث إلى نتيجة قبول الفرضية العدمية ورفض الفرضية الصفرية عند المستوى الضعيف، مما يشير إلى أن أسعار الأسهم لا تعكس تماماً جميع المعلومات التاريخية، وبالتالي السوق لا يتسم بالكفاءة عند الضعيف.

**الكلمات المفتاحية:** كفاءة الأسواق المالية ـ السوق المالية ـبورصة مصرـ مؤشر (EGX30).



# المبحث الأول

**المقـدمــة:**

تعد الأسوق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، نظراً لما تقوم به من مهام تمثل حلقات نماء القطاع المالي لأي دولة. فمن خلال هذه الأسواق يتعرف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية عن طريق ما يعرف بمؤشرات السوق. حيث تعبر مؤشرات السوق عن اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية المصرية.

تعد كفاءة الأسوق المالية أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، كون ذلك يعد حافزاً للمستثمرين لزيادة استثماراتهم في السوق، وكذلك دخول المزيد من المستثمرين الجدد، وبالتالي تحقيق أهداف السوق.

يتناول البحث موضوع كفاءة الأسواق المالية وذلك بنظرة مختصرة وتطبيقاً على بورصة مصر وباستخدام بيانات مؤشر EGX30.

**1.1. مشكلة البحث**

يمكن توضيح مشكلة البحث بالأسئلة التالية:

1. ما هي متطلبات كفاءة الأسواق المالية؟
2. هل تعتبر السوق المالي في مصر سوق كفء وعند أي مستوى؟

**1. 2. فرضية البحث**

يقوم البحث على فرضية وجود كفاءة في بورصة الأوراق المالية المصرية عند المستوى الضعيف.

**1. 3. أهداف البحث**

يهدف البحث الى:

1. توضيح مدى كفاءة الأسوق المالي المصري.
2. دراسة سلوك أسعار الأسهم لمؤشر (EGX30) في السوق المصري؟

**1. 4. أهمية البحث**

تعد كفاءة الأسوق المالية مؤشراً على نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة، ومن هذا المنطلق تكمن أهمية البحث في أنه يوضح كفاءة السوق المالي المصري وذلك بدراسة سلوك أسعار الأسهم لمؤشر (EGX30)، كون طبيعة الأوراق المالية المكونة لهذا المؤشر أسهم عادية فقط. أما الأسهم الممتازة والسندات والأوراق المالية الأخرى مثل صناديق الاستثمار فلا يتضمنها المؤشر.

**1 . 5 . حدود الدراسة:**

تنحصر الدراسة في سوق الأوراق المالية المصرية وتمتد حدود الدراسة من شهر تشرين الثاني عام 2014 الى شهر تشرين الأول عام 2019.

**1 . 6 . منهجية الدراسة**

اعتمد البحث على المنهج الوصفي لوصف كفاءة السوق المالي، والمنهج القياسي تطبيقاً على مؤشر EGX 30باستخدام بيانات سلسلة زمنية لخمس سنوات.

**1 . 7 . الدراسات السابقة**

أجريت العديد من الدراسات على الأسواق المالية وكفاءتها ومن هذه الدراسات:

**1 .دراسة محمد & عبد الأمير(2014 ):**

دراسة بعنوان " تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"،مجلة كلية الادارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، جامعة بابل، ع6.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس سلوك أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، وقياس كفاءة سوق العراق للأوراق المالية، وكذلك قياس إمكانية تحقيق أرباح غير عادية من قبل المستثمرين ومدى ارتباط وتأثر قطاعات سوق العراق للأوراق المالية مع بعضها البعض. وتوصلت الدراسة إلى أن حركة أسعار الأسهم ضمن فترة الدراسة تتحرك بصورة مستقلة وهذا يعني ان حركة أسعار الأسهم لا تتبع حركة السير العشوائي للأسعار وبالتالي يعتبر سوق العراق للأوراق المالية غير كفوء ضمن المستوى الضعيف للكفاءة وبالتالي هو غير كفوء ضمن المستوى شبه القوي والمستوى القوي لكفاءة الأسواق المالية. كذلك خلصت الدراسة لوجود ارتباط طردي وعكسي قوي وأخر ضعيف بين قطاعات سوق العراق للأوراق المالية السبعة.

**2 .دراسة أحلام عكنوش (2014):**

دراسة بعنوان "سوق الأوراق المالية ودورة في تحقيق التنمية الاقتصادية ــــ دراسة حالة الجزائر" ، رسالة ماجستير. جامعة أم البواقي، الجزائر.

تناولت هذه الدراسة سوق الأوراق المالية ودورة في تحقيق التنمية الاقتصادية، وهدفت إلى دراسة وتحليل الملامح الرئيسية لمتطلبات إنشاء سوق للأوراق المالية، ودراسة مدى توافر الإمكانات الرئيسية لإنشاء سوق مالي للأوراق المالية. وتوصلت الدراسة لعدة نتائج منها أن سوق الأوراق المالية مكان لتداول الأوراق المختلفة بما يخلق السيولة ويحدد السعر المناسب وتسيير المخاطر وتقييم

حالة الاقتصاد. وخلصت أيضاً إلى أن الأسواق المالية تتميز عن بعضها بالكفاءة، وأن لهذه الكفاءة صيغ منها الضعيفة والمتوسطة والقوية.

3. **دراسة (بن حاسين، جديدين و بن بوزيان 2013):**

دراسة بعنوان "كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب" ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، ع2 .تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أدبيات كفاءة أسواق رأس المال في الدول النامية وتوضيح أساليب قياس فرضية السوق الكفء وكذا أهمية ودور المعلومات في كفاءة السوق، ليتم بعد ذلك تقييم كفاءة أسواق المال في كل من بورصة عمان، السعودية، وخلصت الدراسة إلى أن فعالية الأسواق المالية تتطلب توفر كفاءة التشغيل والتسعير، وأن الدراسة القياسية تتوافق مع الدراسة النظرية حيث تبين عدم استقراريه السلاسل الزمنية لأسعار أسهم بورصات العينة المدروسة ووجود عشوائية في حركة الأسعار مما يفسر حسب الصيغة الضعيفة عدم فعالية الأسواق المالية في الدول النامية.

4. **دراسة الزبيدي(2012 ):**

كانت هذه الدراسة بعنوان "تحليل سلوك أسعار الأسهم باستعمال نموذج السير العشوائي – دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية "، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، م14، ع2، 2012.

هدفت هذه الدراسة للتعرف على مستوى كفاءة سوق العراق للأوراق المالية وللوصول لهذا الهدف تم تحليل العلاقة بين سلسلة من الأسعار الشهرية للشركات وتحليل بيانات المؤشر العام للسوق والقطاعات المكونة له، وقد توصل البحث لنتيجة أن أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية وأسعار المؤشر العام للسوق لا تتبع فرضية السير العشوائي، وهذا يعني أن سوق غير كفوء بالشكل الضعيف.

5. **دراسة (بن الضب2012):**

دراسة بعنوان "كفاءة الأسواق المالية ـ دراسة قياسية للبورصات العربية خلال الفترة 2001 ـ 2009، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر. تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية وتكاملها في كل من الأردن والكويت ومصر والمغرب وتكاملها. حيث خلصت الدراسة إلى أن الأسعار لا تسير عشوائيا مما يعني عدم كفاءة هذه الأسواق على المستوى الضعيف، وان هناك علاقة شبه تكامل بين أسعار أسهمها ووجود علاقة سببية ذات دلالة بين أسعار وعوائد الأسهم مما يشجع العمل على إقامة تكامل بين هذه الدول.

**6. دراسة (الجفري، والطائي2011):**

دراسة بعنوان "اختبار سلوك السير العشوائي وكفاءة سوق الأسهم المصري"، مجلة المال والاستثمار والخدمات المصرفية، اروبا، ع22.

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو معرفة ما إذا كانت الأسعار في سوق الأسهم الناشئة في مصر تتبع عملية السير العشوائي كما في فرضية السوق الكفؤة، وتبحث هذه الدراسة في الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالية في مصر. وخلصت الدراسة إلى نتيجة هي رفض فرضية السير العشوائي للكفاءة عند المستوى الضعيف، مما يشير إلى أن أسعار الأسهم لا تعكس تماما جميع المعلومات التاريخية.

**1. 8. خطة البحث**

تم تقسيم البحث إلى أربعة مباحث وهي:

المبحث الأول يحتوي على مقدمة البحث وأهميته والمشكلة والأهداف ومنهجية البحث بالإضافة إلى الدراسات السابقة. ويحتوي المبحث الثاني على مفهوم كفاءة الأسوق المالية ومستوياتها ومتطلباتها ومعايير كفاءة الأسوق المالية، بالإضافة إلى المعايير الشرعية للأسواق المالية. بينما المبحث الثالث ينطوي على بيانات عن بورصة مصر للأوراق المالية، وتحليل الكفاءة وفقاً لبيانات مؤشر (EGX30). أما المبحث الرابع يتناول النتائج والتوصيات والمراجع.

## المبحث الثاني
## التعريف بكفاءة الأسواق المالية

تعد الأسواق المالية أحد أهم المجالات التي تتيح لكافة المستثمرين تحقيق الأرباح المطلوبة، الأمر الذي يقتضي توفر قدراً كافياً من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة أن أسعار هذه الأوراق متقلبة من فترة لأخرى[1].

**2 . 1 . مفهوم الأسواق المالية:**

السوق المالي عادة هو المكان أو المؤسسات التي يلتقي عندها البائعون والمشترون، غير أن وحدة المكان ليست شرطاً أساسياً لقيام السوق. وعلى ذلك يختلف مفهوم السوق بالمعنى الاقتصادي عن المعنى التجاري، فكلمة سوق بالمعنى التجاري تعني المكان الذي تتجمع فيه السلع، ويتم فيه نقل الملكية بعد تمام البيع أو الشراء، أما الصوف بالمعنى الاقتصادي فلا يقصد به مكان معين، وإنما أسلوب إتمام عملية تجارية سواء كانت على نطاق محلي أو دولي وأسواق المال هي الأسواق التي يلتقي فيها عرض الأموال من خلال المدخرين بالطلب عليها من خلال المستثمرين، ويتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية.[2]

**2 . 2 . مفهوم كفاءة الأسواق المالية:**

تعرف بأنها السوق التي تعكس سعر السهم الذي تصدره منشاة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام ، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع و السنوات الماضية، أو في تحليلات تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، و غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر[3].

فكفاءة الأسواق المالية تُعنى بالسوق التي تتمتع بقدر عالٍ من المرونة التي تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يحقق التعادل بين القيمة السوقية والحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وفقا

---

1 يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية ــ دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة مصر والجزائر والسعودية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ع 42، 2014: 122.

2 أشرف دوابه، الهندسة المالية الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، ط1، 2017: 15.

3 مفتاح صالح، ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ــ دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، ع07، 2009/ 2010: 182.

لمجموعة من الشروط المتمثلة في وجود منافسة في السوق، وتوفر البيانات المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق، إضافةً إلى الإفصاح عن هذه المعلومات بوقت أسرع وتكلفة أقل لكل المتعاملين في السوق[1].

يمكن القول من التعريفات السابقة أن الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق على جذب المستثمرين إلى سوق الأوراق المالية.

**2 . 3 . متطلبات ومكونات كفاءة الأسواق المالية:**

تشير الكفاءة في مجال السوق المالية إلى:

1. دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية: تعمل على زيادة كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد وذلك بتوجيهها باتجاه المؤسسات أو القطاعات ذات الكفاءة، وبذلك تحقق كفاءة السوق والتي بدورها تقود نحو الكفاءة الاقتصادية.
2. كفاءة التشغيل والتسعير "متطلبات كفاءة السوق": فكفاءة التشغيل تسمى بالكفاءة الداخلية والتي تُعنى بنظام التداول بما يخلق قدرة في السوق على التوازن بين العرض والطلب دون تحمل التكاليف المرتفعة لأطراف السوق وأيضاً دون تحقيق التجار الأرباح غير عادية[2].
أما كفاءة التسعير وتسمى بالكفاءة الخارجية أو المعلوماتية وهي المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتداول ينفي السوق بدقة وسرعة مما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة البيانات والمعلومات التي تصل لهؤلاء المتداولين دون أن يتحملوا تكاليف مرتفعة، وهو ما يعني إتاحة الفرصة للجميع.
3. السيولة: يقصد بها أن كل من البائع والمشتري يستطيع إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به أخر صفقة على تلك الورقة المالية. فالسيولة لها أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، كون المعلومات المتاحة تنعكس بصورة أسرع على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة والعكس.
4. عدالة السوق: تعني إتاحة الفرصة المتساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية من حيث الوقت وتوفير المعلومات[3].
5. الكفاءة التخصصية: هي التي تعني بالتوجيه الأمثل للموارد المتاحة أي مدي اتجاه المتداولين نحو توجيه فوائضهم المالية نحو أفضل الاصول المالية[4].

---

1 مرجع سابق، مفتاح صالح، ومعارفي فريدة: 182

2 أسامة وديع، كفاءة الأسواق المالية ـــ دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات، مصر، ع2، 2012 : 327.

3 بن أعمر بن حاسين، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، ع2، 2013: 251.

4 مرجع سابق، أسامة وديع، 327.

وقدم البعض تقسيمات أخرى لمقومات ومكونات كفاءة الأسواق المالية كالكفاءة الداخلية [الكفاءة التشغيلية والتخصصية]، وكفاءة خارجية لها عنصر حاسم هو كفاءة المعلومات.

**2 . 4 . خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة:**

وفقا لمفهوم كفاءة الأسواق المالية فإن الخصائص التي يتميز بها السوق الكفؤ هي:

- الرشادة: إن المتعاملون في تلك السوق يتميزون بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم أرباحهم.
- المعلومات متاحة لجميع المتعاملين في السوق من مقرضين، ومستثمرين، والإدارة، وجهات حكومية، وغيرهم دون اي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
- حرية التداول: حرية تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، أو أي تكلفة تداول.
- عدد المتداولين: أي وجود عدد كبير من المتداولين بحيث تقل قدرة أي مستثمر على التأثير منفرداً على الأسعار في تلك السوق.
- المنافسة والأمان: في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما يحققه المستثمرون الأخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط[1].

**2 . 5 . مستويات كفاءة الأسواق المالية:**

فيما يلي المستويات الثلاثة التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق:

1. المستوى ضعيف الكفاءة: ويطلق على هذا النوع بالحركة العشوائية للأسعار، ويعني أن الأسعار تسير بصورة عشوائية وحركة هذه الأسعار في الماضي ليست مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، لذلك المستثمرون لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية.
2. المستوى متوسط الكفاءة: في هذا المستوى فإن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية، المستثمر لا يستطع تحقيق أرباح غير عادية من خلال دارسة التقارير المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع والسبب في ذلك هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار.

ويتوقع أن أسعار الأسهم تستجيب لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة في بداية الأمر ضعيفة لأنها مبنيه على وجهة نظر أولية بما يخص تلك المعلومات غير أن المستثمر إذا أدراك القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بغيره من المستثمرين.

---

1 مرجع سابق، مفتاح صالح، ومعارفي فريدة: 182.

3. المستوى قوي الكفاءة: إن تحقيق هذا المستوى من الكفاءة لا يتطلب فقط أن يكون السوق كفؤ بل يتطلب أن يكون السوق كاملاً، بحيث أن كل المعلومات تتاح للجميع في ذات الوقت، ويعني هذا المستوى أن الأسعار ينعكس فيها المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة، بما يحول أمام المتعاملين في السوق على تحقيق أرباح غير عادية

من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستنعكس على الأسعار، وبالتالي عدم قدرة المستثمر على احتكار معلومات قد يكون لها تأثير على السعر، الإضافة إلى أنه لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية[1].

وكلما اتسم السوق بدرجة أكبر من مستويات الكفاءة أفاد ذلك في تشجيع التعامل في الأوراق المالية في هذا السوق، وإعطاء مؤشرات واضحة عن أداء مديري الشركات، يضاف لذلك التخصيص الأفضل للموارد.

**2 . 6 . المعايير الشرعية للأسوق المالية:**

1. حرية المنافسة: أي التنافس المشروع بين المتعاملين في سوق المال، وذلك بالتقاء قوى العرض والطلب، لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها، فالأصل في الإسلام أن التعامل مبناه على الحرية، وصحة ما يتراضى عليه المتعاقدان، وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق.
2. الإفصاح: أصبح الإفصاح الدوري للشركات عن مركزها المالي ضروري نظراً لاتساع نطاق عمل هذه الشركات وانفصال ملكيتها عن الإدارة. ويكون الإفصاح بنشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين، والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة، وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي، ونسب الربح أو خسارته إلى راس المال الحقيقي، وغير ذلك.
3. تحريم القمار (الميسر): فالنشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين من الاستثمار الحقيقي إلى صوري، الأمر الذي يقود إلى سلوكيات ضارة كون كل طرف يسعى لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة، اعتماداً على حساسية السوق تجاه هذه الإشاعات.
4. تحريم الربا: يظهر الربا في سوق العملات والمعادن النفيسة، حيث يعمد تجار الصرف إلى تأمين أنفسهم ضد خطر تقلبات سعر الصرف، فهم يشترون العملة المطلوب تسليمها آجلا، ويودعونها في المصرف إلى هذا الأجل نظير ربا، كما يظهر الربا في سوق الأوراق المالية عن طريق الشراء في هذه السوق بالاقتراض من المصارف، وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية[2].

---

1 مرجع سابق يوسف مسعداوي: 124.

2 أحمدالعرادي،صحيفة المال الاقتصادية 18 / نوفمبر2017

5. تحريم النجش: يقع في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، واستغلال الظواهر النفسية لجماهير المتعاملين في السوق.
6. تحريم الاحتكار: الاحتكار في سوق الأوراق المالية يظهر بما يسمى عمليات الإحراج، حيث يقوم المضاربون من خلالها بجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق، واستغلال حاجه المتعاملين بالسوق تعاملا آجلا للوفاء بالتزامهم، عن طريق فرض سعر معين عليهم، وقد حارب الإسلام الاحتكار وجعله محرماً.
7. تحريم الغرر: ويطلق على البيوع التي تحتوي على جهالة وخداع، وقد حرمه الإسلام، ويظهر في سوق الأوراق المالية في العمليات التي تتم في البورصة دون إحضار الأوراق المالية موضوع التعامل، ويتم التعامل بغرض فروق الأسعار، فلا البائع يسلم ما باعه، ولا المشترى يسلم ما اشتراه، كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية، ولا يدفع في مجلس العقد[1].

## المبحث الثالث
## تقييم كفاءة بورصة الأوراق المالية في مصر

تعتبر سوق الأوراق المالية في مصر من أقدم الأسواق المالية في العالم، فقد أُنشئت أول بورصة للأوراق المالية في مدينة الإسكندرية، ثم تبعها إنشاء بورصة القاهرة. وللبورصة المصرية منتجات تتمثل في الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار والمنتجات المشتقة بالإضافة للخدمات، ويوجد في البورصة عدد من المؤشرات هي:EGX50 EWI ، EGX 70، EGX 100 ، مؤشر القطاعات، مؤشر النيل، S&P/EGX ESG، EGX30 Capped، EGX30 TR، EGX 30 وهو مؤشر الدراسة[2].

أطلق أول نظام للإفصاح الالكتروني المباشر لربط الشركات المقيدة بالبورصة وبما يسهم في تقديم صورة معلوماتية أفضل عن عدد الشركات وتوفير حماية أكبر للسوق في العام 2015، وشهدت الأسواق العربية بما فيها السوق المصرية في هذا العام موجة تراجعات وذلك نتيجة انخفاض أسعار النفط والأحداث السياسية في المنطقة. وتعافت وشهدت نمواً في العام 2017 يقرب من 12٪ وهو ما يزيد عن أسواق المنطقة الأخرى التي سجلت أداءً سلبياً[3].

1 عبدالله بن أحمد المغلوث عضو الجمعية السعودية للاقتصاد السبت 18 محرم 1437 هـ (أم القرى) – 31 اكتوبر 2015.
2 موقع البورصة المصرية، http://www.egx.com.eg/ar/Indices.aspx، 11/ أكتوبر/ 2019.
3 تقرير البورصة، 2014: 8.

**3 . 1 . عدد الشركات المدرجة في البورصة:**

حدثت في البورصة المصرية زيادة عدد الشركات المقيدة في البورصة خلال العام 2014 إلى72 شركة وهو أعلى عدد شركات يقوم بزيادة رأسماله منذ الأزمة المالية العالمية في 2008، وبمعدل أعلى من ذلك الذي حقق في 2010.حيث بلغت رؤوس أموال الشركات المقيدة نحو 1,9 مليار جنيه[1].وهو ما يعنى أن 30 % من الشركات المقيدة تقريباً قد قامت بزيادة رؤوس أموالها خلال العام الحالي وهو من أعلى المعدلات في تاريخ البورصة المصرية[2].

في عام 2017 شهدت البورصة المصرية تحسناً في عمليات القيد بعد الاحداث الاقتصادية التي شهدتها مصر حيث قفزت قيمة رؤوس أموال الشركات المقيدة في السوق ما يزيد عن 2.4 مليار جنيه بارتفاع قدره %156عن العام السابق.

وفي إطار الدور الذي تلعبه البورصة المصرية لدعم الاقتصاد ومساعدة الشركات في زيادة رؤوس أموالها عملت على استقطاب شركات جديدة للبورصة، وللمزيد من الاتاحة المعلوماتية أطلقت البورصة في 3 فبراير 2019 مؤشر جديدEGX30 Capped، وأطلق أيضا مؤشر أخر في 22 أغسطس 2019 مؤشرEGX30 TR، بغرض تنويـع أدوات قيـاس أداء السـوق أمـام فئـات المسـتثمرين المختلفـة، وبمـا يتوافـق مع أفضل الممارسـات الدوليـة فـي مجـال إدارة مؤشـرات أسـواق الأوراق الماليـة[3].

كما انضمت مصر لمؤشر داو جونز الاتحاد الأوروبي الآسيوي للبورصات تايتنز 50 المتوازن والذي صُمم ليكون بمثابة أساس للمنتجات المالية مثل الصناديق الاستثمارية والمنتجات المهيكلة، وقد حصلت مصر على ثاني أكبر وزن في المؤشر ٪16.4 وذلك بعد تركيا[4].

**3 . 2 . سيولة السوق:**

قفزت معدلات السيولة في 2016 لواحدة من أعلى مستوياتها في سبع سنوات، حيث سجلت قيمة التعاملات في الأسهم ما يقرب 190 مليار جنيه. بنمو بلغ %55 مقارنة بالعام السابق، هذا قاد لطفرة بنحو%140 نمو في الأداء ربع السنوي في الربع الأخير[5].

**3 . 3 . رأس المال السوقي:**

عرفت البورصة المصرية نمواُ ايجابياً وبمعدلات مرتفعة من سنة لأخرى في قيمة رأس المال السوقي، ونتيجة التطورات التي حدثت في أداء السوق فقد سجل في عام 2014 تجاوز فيه راس المال

1 مرجع سابق، تقرير البورصة، 2014: 11.

2البورصة المصرية حصاد عام من الإنجازات، 2014: 6.

3 مرجع سابق، موقع البورصة المصرية.

4 محمد حلمي عبد التواب، " البورصة المصرية والبورصة العالمية" مؤسسة الطويجي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004: 221.

5 تقرير البورصة، 2016: 13.

السوقي حاجز نصف تريليون جنيه، بزيادة حجمها يزيد عن 66 مليار جنيه. والانخفاض الوحيد المسجل كان في 2008 نتيجة الأزمة المالية العالمية وانخفاض القيمة السوقية للسهم في البورصة، وقدر هذا الانخفاض بنحو 38.34% بما يقارب 768.27600 مليون جنيه مقارنة بباقي السنوات.

وساهم تحسن أداء السوق في الأعوام اللاحقة في ارتفاع رأس المال السوقي عام 2017 ليكسر حاجز 800 مليار جنيه بزيادة قدرها ما يزيد عن 200 مليار جنيه عن العام السابق وهو أعلى مستوى متحقق لراس المال السوقي في 9 سنوات.

**3 . 4 . إجمالي التداول:**

وتعدت قيمة التداول السنوي عام 2017 للسوق حاجز 296 مليار جنيه منهم 256 مليار جنيه في الأسهم فقط بزيادة قدرها 40% عما كان عليه في الأعوام السابقة[1].

وبلغ إجمالي قيمة التداول خلال الربع الحالي نحو 158.9 مليار في حين بلغت كمية التداول نحو 15453 مليون ورقة منفذة على 1281 ألف عملية. وذلك مقارنة بإجمالي قيمة تداول قدرها 50.8 مليار جنيه وكمية تداول بلغت 6996 مليون ورقة منفذة على 892 ألف عملية خلال الربع الماضي.

في العام 2018 شهدت البورصة المصرية العديد من الأحداث والازمات الاقتصادية على مستوى الاقتصاديات المتقدمة والناشئة والتي بدورها انعكست على معدلات النمو الاقتصادي في مختلف دول العالم وتسببت في زيادة معدلات التذبذب في أسواق المال نتيجة ارتفاع درجة عدم اليقين بشأن السياسات على مدار عام 2017، وعلى صعيد الاقتصاد المصري، فقد تأثرت الحالة الاقتصادية بالأحـــداث الاقتصادية العالمية، بما انعكس بالضرورة على أداء مؤشرات البورصة المصرية [2].

هذا وقد استحوذت الأسهم على 40.11% من إجمالي قيمة التداول داخل المقصورة. في حين مثلت قيمة التداول للسندات نحو 58.89 % خلال الربع الثالث من العام 2019[3].

**3 . 5 . مؤشر EGX30**

مؤشر EGX 30 (المعروف بمؤشر CASE 30 سابقاً) هو مؤشر تم تصميمه وحسابه بمعرفة البورصة المصرية والتي بدأت في نشر بياناته اعتباراً من 2 فبراير 2003 عن طريق مروجي البيانات، نشرات البورصة، الموقع الالكتروني للبورصة على الانترنت، الصحف..... الخ. وقد كان 4 يناير 1998 هو تاريخ بداية المؤشر بقيمة أساس تبلغ 1000 نقطة.

---

1 تقرير 2017: 10.

2 التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2018: 10.

3 التقرير الربع سنوي للبورصة المصرية خلال الفترة 30/ 09/ 2019ـــ 2019/ 07/ 01 :3 .

تم حساب مؤشر EGX 30 وفقاً للعملة المحلية والدولار ابتداء من 1998 وقد تم بدء نشر المؤشر مقوماً بالدولار في 1 مارس 2009.

ويضم مؤشر EGX 30 أعلى 30 شركة من حيث السيولة والنشاط كما هو موضح في الجدول 1، هذه الشركات متنوعة بين عقارات وسياحة وبنوك وغير ذلك كما يلي:

**جدول رقم 1 الشركات المدرجة في مؤشر EGX 30 وأوزانها في 31 يوليو 2019**

| م | اسم الشركة | الوزن النسبي(%) |
|---|---|---|
| 1 | البنك التجاري الدولي(مصر) | 38.11% |
| 2 | الشرقية - ايسترن كومباني | 8.21% |
| 3 | مجموعة طلعت مصطفى القابضة | 5.68% |
| 4 | القابضة المصرية الكويتية | 5.67% |
| 5 | السويدي اليكتريك | 4.84% |
| 6 | المجموعة المالية هيرمس القابضة | 4.39% |
| 7 | بنك كريدي اجريكول مصر | 2.83% |
| 8 | المصرية للاتصالات | 2.54% |
| 9 | جهينة للصناعات الغذائية | 2.47% |
| 10 | مدينة نصر للإسكان والتعمير | 2.37% |
| 11 | القلعة للاستشارات المالية - اسهم عادية | 2.24% |
| 12 | السادس من اكتوبر للتنمية والاستثمار- سوديك | 1.84% |
| 13 | ابن سينا فارما | 1.68% |
| 14 | القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية | 1.62% |
| 15 | شركة مستشفى كليوباترا | 1.60% |
| 16 | بالم هيلز للتعمير | 1.50% |
| 17 | مصر الجديدة للإسكان والتعمير | 1.49% |
| 18 | اوراسكوم كونستراكشون بي ال سي | 1.47% |
| 19 | النساجون الشرقيون للسجاد | 1.38% |
| 20 | الاسكندرية للزيوت المعدنية | 1.19% |
| 21 | سيدى كرير للبتروكيماويات | 1.13% |
| 22 | بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية | 0.96% |
| 23 | اوراسكوم للتنمية مصر | 0.88% |
| 24 | إعمار مصر للتنمية | 0.84% |
| 25 | حديد عز | 0.77% |
| 26 | اوراسكوم للاستثمار القابضة | 0.70% |
| 27 | المصرية للمنتجعات السياحية | 0.57% |
| 28 | مصرف أبو ظبي الإسلامي- مصر | 0.45% |
| 29 | الصناعات الكيماوية المصرية - كيما | 0.36% |
| 30 | الحديد والصلب المصرية | 0.22% |

**المصدر: موقع البورصة المصرية.**

ووفق قواعد مؤشر البورصة المصرية فإن طبيعة الأوراق المالية المكونة للمؤشر: يشتمل المؤشر على الأسهم العاديةً فقط. أما الأسهم الممتازة والسندات والأوراق المالية الأخرى مثل صناديق الاستثمار فلا يتضمنها المؤشر[1].

تم ترجيح مؤشر EGX 30 برأس المال السوقي ويتم تعديله بنسبة الأسهم الحرة إلى إجمالي الأسهم المتضمنة فيه. ويحسب رأس المال السوقي المعدّل للشركة المقيدة بعدد الأسهم المقيدة لهذه الشركة مضروباً في سعر إقفالها بالجنيه المصري مضروباً في نسبة الأسهم حرة التداول.

وفيه يجب ألا تقل نسبة التداول الحر للشركة عن 15% كحد أدنى لكي يتم إدراجها في المؤشر أو ألا تقل قيمة رأس المال السوقي مرجحًا بالأسهم حرة التداول في تاريخ المراجعة الدورية عن قيمة الوسيط المحتسب لمجموع الشركات المتداولة أثناء فترة المراجعة الدورية، مما يضمن لمشاركي السوق أن مكونات المؤشر تعبّر بصدق عن الشركات التي ذات التداول النشط وأن المؤشر يعد مقياس جيد وموثوق به للسوق المصرية[2].

في العام 2015 تم تعديل منهجية إدراج الشركات في مؤشر EGX 30 من حيث عدد الأيام ونسبة التداول الحر بها عن 15% بشرط الا تقل القيمة السوقية لرأسمالها حر التداول عن 100 مليون جنيه، وسجل هذا المؤشر تراجع بنحو 21.5٪ خلال هذا العام[3].

في عام 2017 سجل السوق ارتفاعات قوية حيث اتجهت مؤشرات البورصة للارتفاع بشكل كبير خلال التعاملات لهذا العام ليقفز المؤشر الرئيسي EGX 30 لأعلى مستوى في تاريخه ليتجاوز 15000 نقطة ليغلق عند مستوى 15019 نقطة بارتفاع قدره 22% عن العام السابق، وبالنسبة لقيم التداول بلغت 203 مليار جنيه وبحجم تداول 63 مليار ورقة وبعدد عمليات 4 مليون جنيه[4].

حققت مؤشرات البورصة انخفاضاً خلال عام 2018، فقد حقق المؤشر الرئيسي EGX30 انخفاضا قدره 13.2% عن العام الماضي[5].

شهد السوق المالي المصري تحسناً في أداء المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية EGX 30ارتفاعا بنحو 22%وهو ما جعله يحتل المرتبة الأولى على مستوى العالم منذ 2013[6].

1 قواعد مؤشر البورصة المصرية، EGX30 Index، أغسطس/ 2019: 3.

2 موقع البورصة المصرية، http://www.egx.com.eg/ar/overviewegx30.aspx?nav=1

3 تقرير 2015: 19، 25.

4 مرجع سابق، تقريرالبورصة،2017: 26.

5 مرجع سابق، التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2018: 60.

6 مرجع سابق، تقرير البورصة 2017: 10.

بينما في الربع الثالث من 2019 أغلق مؤشر EGX 30 عند 75.257,14 نقطة، مسجلا ارتفاعا بنحو11.1% ، وبلغت إجمالي القيمة السوقية415.3مليار جنية في نهاية الفترة بزيادة قدرها٪4.4، وبقيم التداول بلغت 35 مليار جنيه وبحجم تداول 7 مليار ورقة وبعدد عمليات 709,164 جنيه[1].

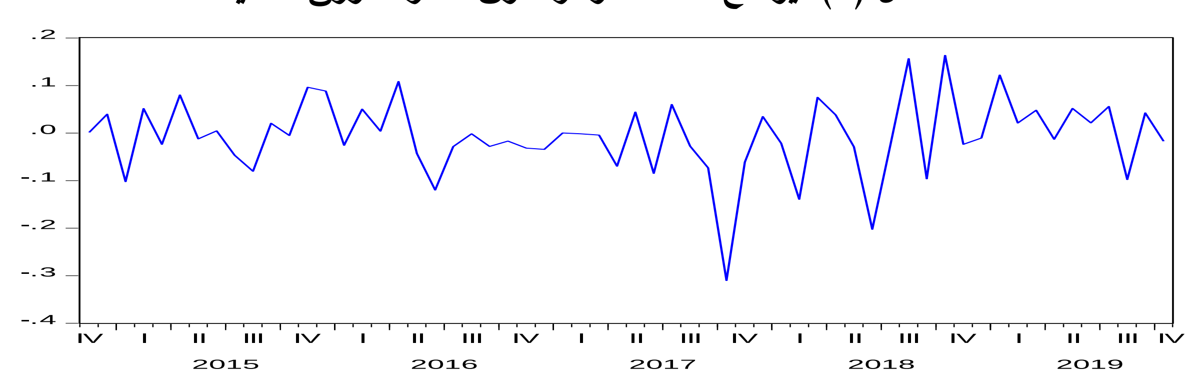
### 3. 6 . التحليل القياسي للكفاءة في بورصة مصر :

توجد العديد من الاختبارات المعتمدة لتحديد العلاقة بين عوائد السوق في الفترة الحالية وقيمتها في الفترة الماضيةـ ومن أبرز هذه الاختبارات اختبار الارتباط المتسلسل واختبارات جذور الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية بالإضافة إلى اختبار التوزيع الطبيعي، وهي الاختبارات التي تم الاعتماد عليها لتحديد عوائد السوق المالي في مصر خلال الفترة (2014-2019) لتحديد مدى استقلالية عوائد السوق عن بعضها البعض ومن ثم قياس كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

**عينة الدراسة**

تشتمل عينة الدراسة على سلسلة زمنية شهرية من مؤشر سوق مصر للأوراق المالية، وتتكون من 59 مشاهدة تمتد من تاريخ 2019/10/2014-31/11/1 بمتوسط (0.007192-) وقيمة عظمى (0.163325) وقيمة صغرى ( 0.310270-) بينما تنصف هذه السلسة وسيط قيمته (0.007895-) وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره (0.079352). والشكل البياني التالي يوضح تطور مؤشر السوق خلال الفترة المدروسة

**الشكل (1): يوضح سلسلة مؤشر سوق مصر للأوراق المالية**




**المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10**

من أجل الحصول على فهم أفضل لسلوك أسعار الأسهم، يتم إجراء بعض الاختبار الاحصائية للبيانات اليومية للأسهم العادية ضمن مؤشر EGX 30، هذه البيانات في الجدول 2 الذي يوضح يوضح بيانات المؤشر.

1 مرجع سابق، التقرير الربع سنوي للبورصة المصرية خلال الفترة 30/ 09/ 2019ـــــ 2019/ 07/ 01 :1.

كما ذكر في السابق في هذه الدراسة يتم استخدام ثلاث اختبارات جذر الوحدة يشيع استخدامها لاختبار الخاصية الثابتة لبيانات السلاسل الزمنية لاختبار الفرضية الصفرية، هذه الاختبارات هي اختبار ديكي فولر (ADF) ، واختبار فيليبس بيرون (PP) واختبار Kwiatkowski ، فيليبس ، شميدت وشين (KPSS) .

ويتم احتساب العوائد بفارق سجلين متتاليين من السعر الشهري للمؤشر:

$$Rt = LnP_t_LnP_{t-1}$$

يعتمد هذا الاختبار على النماذج التالية[20] :

- نموذج بدون وجود ثابت ولا اتجاه عام: $Rt = \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t$
- نموذج بوجود ثابت وبدون اتجاه عام: $Rt = u + \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t$
- نموذج بوجود ثابت واتجاه عام: $Rt = u + \beta(t-T) + \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t$

حيث أن:

- $R_{t-1}, R_t$: العوائد في اليوم t وفي اليوم السابق t-1.
- u: ثابت معادلة الانحدار الذاتي.
- $\alpha$: معامل اتجاه معادلة الانحدار الذاتي.
- T : العدد الكلي للمشاهدات
- $\varepsilon_t$: الخطأ العشوائي.

ويعتمد هذا الاختبار على إحصاءه t لمعامل معادلة الانحدار الذاتي من اختبار الفرضية التالية:

- تحتوي سلسلة عوائد الأسهم على جذر وحدة وبالتالي هي غير ساكنة أي لا تسير بشكل عشوائي **$H_0: \alpha < 0$**
- تحتوي سلسلة عوائد الأسهم على جذر وحدة وبالتالي هي ساكنة أي لا تسير بشكل عشوائي **$H_1: \alpha = 0$**

وفي حال تم رفض الفرضية الصفرية فإن سلسلة الأسعار ستكون ساكنة Stationary وذلك يعني أن السلاسل الزمنية لا تسير بشكل عشوائي أي أن السوق غير كفؤ عند المستوى الضعيف.

فعند مقارنة القيمة المطلقة لـ($t_c$) المحتسبة مع القيمة الجدولية ($t_t$)، فإن كانت القيمة المطلقة للاحصاءه المحتسبة أكبر من الجدولية ترفض فرضية العدم التي تقر بأن سلسلة الأسعار تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي تكون السلسلة غير ساكنة أي تسير بشكل عشوائي وبالتالي تكون السوق غير كفؤه عند المستوى الضعيف والعكس.

### 1. اختبار الارتباط التسلسلي للمتغيرات: Autocorrelation

يعد اختبار الارتباط المتسلسل المدخل الرئيس لمعرفة ما إذا كانت هناك علاقة بين عوائد السوق في الفترة الحالية وقيمتها في الفترة السابقة ومدى استقلالية هذه العوائد عن بعضها البعض، بحيث يمكن من خلال هذا الاختبار تحديد مدى الارتباط بين أسعار الشهر الحالي مع متوسط أسعار الشهر السابق، فإذا كانت عوائد السوق لا تختلف عن الصفر (مرتبطة ذاتيا)، فإن هذا يعني أن حركة أسعار الأسهم في السوق مستقلة عن بعضها البعض، مما يؤكد كفاءة هذا السوق عند المستوى الضعيف.

أما إذا كانت العلاقة بين التغيرات في أسعار إغلاق الأسهم ذات اتجاه موجب الأثر فإن هذا يعني أن متوسط التغيرات في الأسعار ستواصل تغيره في نفس الاتجاه في الفترات القادمة (أي تحقق مكاسب)

أما إذا كانت اتجاه العلاقة ذات طبيعة سالبة فإن هذا يؤكد أن التغيرات في الأسعار سوف تستمر في عكس الاتجاه طوال الفترات القادمة.

وبإجراء هذا الاختبار تم الحصول على النتائج الموضح في الجدول (3) والتي أظهرت أن قيم معامل الارتباط المتسلسل غير معنوية الدلالة لكل فترات الإبطاء حسب قيمة إحصائية Q-Statوهذا دليلاً على وجود علاقة ارتباطيه تنفي صفة الاستقلالية بين التغيرات في عوائد السوق للشهر السابق والتغيرات في عوائد السوق في الشهر اللاحق، مما يعني قبول الفرضية الصفرية القائلة بأن معاملات الارتباط المتسلسل جميعها لا تساوي الصفر، مما يدل على أن سوق مصر للأوراق المالية لا تتصف بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

**جدول (3): يوضح نتائج اختبار الارتباط المتسلسل**

Sample: 2014M11 2019M10
Included observations: 60

| Autocorrelation | Partial Correlation | | AC | PAC | Q-Stat | Prob |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1 | -0.043 | -0.043 | 0.1166 | 0.733 |
| | | 2 | 0.000 | -0.002 | 0.1166 | 0.943 |
| | | 3 | -0.027 | -0.028 | 0.1658 | 0.983 |
| | | 4 | 0.166 | 0.164 | 2.0019 | 0.735 |
| | | 5 | 0.080 | 0.096 | 2.4304 | 0.787 |
| | | 6 | -0.108 | -0.104 | 3.2339 | 0.779 |
| | | 7 | 0.031 | 0.030 | 3.2994 | 0.856 |
| | | 8 | 0.088 | 0.072 | 3.8513 | 0.870 |
| | | 9 | 0.019 | -0.010 | 3.8773 | 0.919 |
| | | 10 | -0.023 | 0.005 | 3.9155 | 0.951 |
| | | 11 | 0.004 | 0.017 | 3.9166 | 0.972 |
| | | 12 | -0.141 | -0.193 | 5.4623 | 0.941 |
| | | 13 | -0.019 | -0.046 | 5.4917 | 0.963 |
| | | 14 | -0.001 | 0.025 | 5.4918 | 0.978 |
| | | 15 | -0.013 | -0.031 | 5.5055 | 0.987 |
| | | 16 | -0.063 | -0.027 | 5.8456 | 0.990 |
| | | 17 | 0.007 | 0.053 | 5.8504 | 0.994 |
| | | 18 | -0.098 | -0.144 | 6.6989 | 0.992 |
| | | 19 | -0.118 | -0.141 | 7.9685 | 0.987 |
| | | 20 | 0.000 | 0.062 | 7.9685 | 0.992 |
| | | 21 | -0.105 | -0.120 | 9.0196 | 0.989 |
| | | 22 | -0.080 | -0.102 | 9.6484 | 0.989 |
| | | 23 | -0.125 | -0.047 | 11.225 | 0.981 |
| | | 24 | 0.049 | -0.006 | 11.474 | 0.985 |
| | | 25 | -0.009 | -0.037 | 11.482 | 0.990 |
| | | 26 | -0.082 | 0.002 | 12.210 | 0.990 |
| | | 27 | 0.013 | 0.058 | 12.230 | 0.993 |
| | | 28 | -0.025 | -0.076 | 12.304 | 0.996 |

**المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي.Eviews10**

2. **اختبار(ADF) Dickey-Fuller** يستخدم لمعرفة وجود جذر وحدة في سلسلة تغيرات الأسعار لمؤشر الأسهم، من خلال التقدير بطريقة المربعات الصغرى العادية.

تم قياس الكفاءة السعرية في سوق الأوراق المالية المصرية باستخدام اختبار ADF سواء في حالة وجود مقطع فقط أو مقطع واتجاه يوضح أن السلسلة مستقرة، وهذا يدل على أن التغيرات في سعر

للسوق (سواء سعر الاغلاق أو الفتح) خلال فترة الدراسة غير عشوائية (منتظمة)، وبالتالي يمكن القول إن السوق لا يتصف بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

**جدول (4): يوضح نتائج فيليبس وبيرون (ADF)**

| | قيمة (t) المحسوبة | قيمة الحرجة(t) عند مستوى 1% | القيمة الحرجة(t) عند مستوى 5% | قيمة الحرجة(t) عند مستوى 10% |
|---|---|---|---|---|
| مع ثابت | -7.881483 | -3.546099 | -2.911730 | -2.593551 |
| مع ثابت واتجاه | -7.880492 | -2.604746 | -1.946447 | -1.613238 |
| من دون ثابت أو اتجاه | -7.815577 | -4.121303 | -3.487845 | -3.172314 |

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

3. **اختبارات(PP) Phillips -Perron** تم اقتراح اختبارات PP بواسطة (1988) Phillips Perron تشبه هذه الاختبارات اختبارات ADF ويتمثل بالفرق بين اختبارات PP وADF في كيفية تعاملهم مع الارتباط التسلسلي وتغير التغاير في الأخطاء .فكرة اختبارات Phillips-Perron هي تشغيل انحدار Dickey Fuller، ثم ضبط التحيز الذي قد يحدث بسبب الارتباط في مصطلح الابتكار. اختبار فيليبس-بيرون هو اختبار غير حدودي.

للحصول على نتائج أفضل وأدق لا يخالطها أدنى شك، تَّم إجراء اختبار فيلبس بيرون، الملخصة نتائجه في الجدول (6) والتي عززت النتائج التي تم التوصل إليها من خلال اختبار ديكي فلر المطور(ADF) ، وبالتالي يمكننا التأكيد على نتيجة مفادها أن السلسلة الزمنية لمؤشر عوائد السوق مستقرة عند قيمها الأصلية مما يؤكد على أن سوق مصر للأوراق المالية لا يتسم بالكفاءة.

**جدول (5): يوضح نتائج فيليبس وبيرون (P-PT)**

| | قيمة (t) المحسوبة | قيمة الحرجة(t) عند مستوى 1% | القيمة الحرجة(t) عند مستوى 5% | قيمة الحرجة(t) عند مستوى 10% |
|---|---|---|---|---|
| مع ثابت | -7.880492 | -2.604746 | -1.946447 | **-1.813238** |
| مع ثابت واتجاه | -7.881606 | -3.546099 | -2.911730 | **-2.593551** |
| من دون ثابت أو اتجاه | -7.815697 | -4.121303 | -3.487845 | **-3.172314** |

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

4. **اختبار(Kpss) The Kwiatkowski Phillips Schmidt and Shin**

يمثل اختبار KPSS بديلا مفيدا للفرضية، وقد تتعارض مع الاختبارات التي تحمل nonstationary كفرضية فارغة .مما يشير إلى أنه قد يكون هناك شك حقيقي في خصائص السلسلة الزمنية .يحسب اختبار KPSS مشكلة الارتباط التلقائي بطريقة مماثلة لاختبار PP .

من خلال هذا الاختبار تم الحصول على النتائج في الجدول (7) والتي عززت النتائج عززت نتائج الاختبارات التالية، وبالتالي يمكننا التأكيد على نتيجة مفادها أن السلسلة الزمنية لمؤشر عوائد السوق مستقرة عند قيمها الأصلية مما يؤكد على أن سوق مصر للأوراق المالية لا يتسم بالكفاءة.

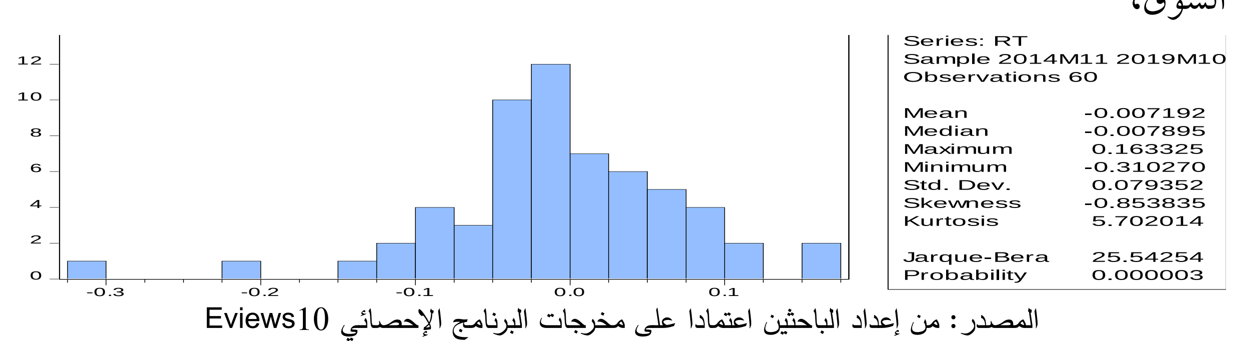
**جدول (6): يوضح نتائج اختبار KPSS**

| | قيمة (t) المحسوبة | قيمة الحرجة(t) عند مستوى 1% | القيمة الحرجة(t) عند مستوى 5% | قيمة الحرجة(t) عند مستوى 10% |
|---|---|---|---|---|
| مع ثابت | 0.138117 | 0.739000 | 0.463000 | 0.347000 |
| مع ثابت واتجاه | 0.137950 | 0.216000 | 0.146000 | 0.119000 |

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

### 5. اختبار التوزيع الطبيعي(Jarque – Bera)

لقياس درجة التوزيع الطبيعي للتغيرات المستمرة التي تحدث في حركة عوائد السوق ومن ثم تحديد ما إذا كانت عوائد هذا السوق موزعة بانتظام وغير متباعدة عن وسطها الحسابي، تم استخدام اختبار (Jarque – Bera ) الذي يعتمد في الأساس على مدى تشابه التكرارات المشاهدة مع التكرارات المتوقعة، فإذا كانت هذه التغيرات في عوائد السوق تتبع التوزيع الطبيعي فإن ذلك يعني عدم تمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد إضافية على حساب المستثمرين الآخرين، نتيجة قدرته على التنبؤ بسعر السوق خلال المدة القصيرة ، من خلال تتبعه ومراقبته للحركة التاريخية في بيانات السوق،




المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

وباستخدام هذا الاختبار تبين بأن السلسلة الزمنية لعوائد السوق خلال الفترة قيد الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث جاءت إحصائية Jarque-Bera= 25.54254، بمستوى دلالة معنوية P-Value = 0.000003 مما يعني بيانات عوائد السوق لا تتبع التوزيع الطبيعي وأن أسعار السوق لا تتصف بالعشوائية، وبالتالي فإن سوق مصر للأوراق المالية لا يتصف بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

# المبحث الرابع
# النتائج والتوصيات

## 4. 1. النتائج

من خلال الدراسة التطبيقية والنظرية يمكن استخلاص النتائج التالية:

1. الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق على جذب المستثمرين إلى سوق الأوراق المالية.
2. الأوراق المالية المكونة لمؤشر EGX 30 أسهم عادية فقط، أما الأسهم الممتازة وغيرها فلا يتضمنها المؤشر.
3. لكفاءة البورصة أنواع ومتطلبات تتمثل بالكفاءة التسعيرية والتشغيلية والتخصصية، بالإضافة إلى الأمن والعدالة وسرعة وصول المعلومة.
4. يعتبر سوق مصر للأوراق المالية غير كفوء ضمن المستوى الضعيف والمتوسط للكفاءة وبالتالي هو غير كفوء ضمن المستوى القوي لكفاءة الأسواق المالية.
5. تناولت هذه الدراسة كفاءة سوق الأسهم المصري باستخدام اختبار جذر الوحدة والتي أظهرت أن التباين يزيد بأكثر من متناسب في الوقت مما يشير إلى عدم وجود ارتباط تسلسلي في العوائد اليومية .تقدم نتائج ADF وPP وKPSSدليلاً على أن مؤشر البورصة المصرية EGX 30مستقر، وهذا يعني أن البورصة المصرية تشير إلى أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية، وبالتالي السوق لا يتسم بالكفاءة.

## 5. 2. التوصيات

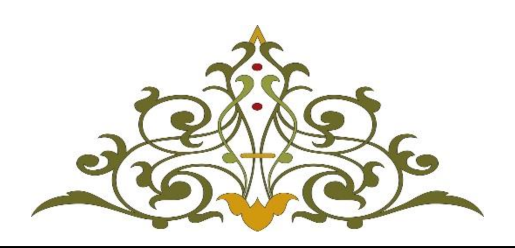
لتعزيز كفاءة الأسواق المالية نقدم مجموعة من التوصيات التي من شأنها أن ترفع مستوى كفاءتها:

1. العمل على زيادة درجة الإفصاح وتوفير المعلومات للمستثمرين لضمان كفاءة السوق.
2. استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وزيادة الشفافية والأمان.
3. إجراء المزيد من الدراسات من خلال المؤشرات الأخرى لاختبار مدى كفاءة الأسواق المالية.
4. البحث عن اختبارات أخرى لقياس متطلبات الكفاءة الأخرى.

# المراجـــــع


1. البورصة المصرية حصاد عام من الإنجازات، 2014.
2. العرادي، أحمد، صحيفة مال الاقتصادية 18 /نوفمبر 2017
3. المغلوث،عبدالله بن أحمد عضو الجمعية السعودية للاقتصاد السبت 18 محرم 1437 هـ (أم القرى) - 31 اكتوبر 2015.
4. التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2018.
5. التقرير الربع سنوي للبورصة المصرية خلال الفترة 01/07/2019-2019/09/30
6. بن حاسين ،بن أعمر ، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، ع2، 2013.
7. تقرير البورصة المصرية، 2014.
8. تقرير البورصة المصرية، 2015.
9. تقرير البورصة المصرية، 2016.
10. تقرير البورصة المصرية، 2017.
11. دوابه، أشرف الهندسة المالية الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، ط1، 2017.
12. صالح، مفتاح، ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ـ دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، ع07، 2010/2009.
13. عبد التواب، محمد حلمي " البورصة المصرية والبورصة العالمية" مؤسسة الطويجي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004.
14. قواعد مؤشر البورصة المصرية، EGX30 Index، أغسطس/ 2019.
15. مسعداوي،يوسف، كفاءة الأسواق المالية العربية ـ دراسة تحليلية لتجربة كل من مصر والجزائر والسعودية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ع42، 2014.
16. موقع البورصة المصرية، http://www.egx.com.eg/ar/Indices.aspx ، 11/ أكتوبر/ 2019.
17. موقع البورصة المصرية، http://www.egx.com.eg/ar/overviewegx30.aspx?nav=1، 22/ أكتوبر/ 2019
18. موقع الاستثمارhttps://sa.investing.com/indices/egx30-historical-data،19/ أكتوبر /2019
19. وديع، أسامة، كفاءة الأسواق المالية ـ دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات، مصر، ع2، 2012.





# المؤسســـات الـمالـــية
# في أسواق رأس المال الإسلامية





# دور صناديق الاستثمار
# في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

د. جمال سليمـان - مصـر
دكتوراه اقتصاد وتمويل إسلامي -جامعة صباح الدين زعيم- تركيا

مقدمـــة :

تمثل المشروعات الصغيرة والمتوسطة القاطرة الحقيقة لاقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، وهي تعتبر طوق النجاة للاقتصاد للخروج من الأزمات الاقتصادية لمرونتها العالية وقدرتها على مواجهة مشاكل البطالة وغيرها من المشكلات، وهي تمثل المصدر الرئيسي لتوفير احتياجات الناس من السلع والخدمات، وكذلك فإن العدد الأكبر من الوظائف في معظم الدول تكون من نصيب الشركات الصغيرة والمتوسطة.

فهي توفر 60% من الوظائف في الولايات المتحدة وتمثل 50% من الناتج القومي الأمريكي، وهي تساهم في 66٪ من إجمالي الصادرات الصناعية لألمانيا، ونحو 47% من صادرات إيطاليا الصناعية وفي اليابان تمثل هذه المشروعات نحو 30% من إجمالي الصادرات الصناعية وتستوعب 84.4% من إجمالي العمالة الصناعية، وفي مصر تمثل المشروعات الصغيرة والمتوسطة 90% من إجمالي المشروعات ويعمل بها 66.7% من القوى العاملة [1].

كما بلغت نسبة المشروعات الصغيرة والمتوسطة تقريباً ٪ 90 من كافة المشاريع التجارية في المملكة العربية السعودية، كما أن قرابة ٪ 85 من هذه المشروعات الصغيرة والمتوسطة عبارة عن شركات ذات مالك وحيد، وحوالي ٪ 74 من المشروعات الصغيرة والمتوسطة تقع ضمن أعمال التجارة والبناء، يليها القطاع الصناعي كما تضم المشروعات الصغيرة والمتوسطة ما يقرب من ٪ 25 من القوى العاملة في المملكة العربية السعودية [2]

وقد أظهرت البيانات المتداولة في الإمارات أن نسبة مساهمة المشاريع الصغيرة والمتوسطة في الناتج المحلي للدولة وصلت إلى 60 % في نهاية عام 2016، فيما تستحوذ هذه المشاريع على 86 في المئة

1 أشرف دوابه، "دراسات في التمويل الإسلامي"، ط1، (القاهرة، دار السلام، 2007م)، 202.

2 المشروعات الصغيرة والمتوسطة في المملكة العربية السعودية، غرفة تجارة جدة، 2015

من القوى العاملة في القطاع الخاص، واستحوذت قطاعات تجارة الجملة والتجزئة على 73 % وقطاع الخدمات على 16 % والقطاع الصناعي على 11 %.[1]

ورغم هذه المساحة التي تشغلها هذه المشروعات والأهمية والدور الذي تقوم به في خدمة الاقتصاد إلا أن حجم الأبحاث الموجهة إليها قليلة، لذا فإن بلورة آلية لتمويل هذه المشروعات ووضع نموذج يمكن أن تسير عليه تقلل حجم المشاكل الموجودة في هذا القطاع، بل والتخبط والسير على غير هدى، فإننا نجد أن فكرة الصناديق الصغيرة والمتوسطة قد تكون طوق النجاة لإدارة وتمويل وتفعيل هذا النوع من المشروعات.

وهذا لا يعني أننا نقلل من قيمة الصناديق الاستثمارية القائمة وتطويرها كما هي عليه ولا نقلل من أهمية الوسائل الموجودة حالياً للمساهمة في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ولكن نقترح نموذجاً جديداً يعالج مشاكل قائمة بالفعل لدى قطاعات واسعة في المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وهذا النموذج المقترح لا يتعارض مع ما هو قائم وإنما يضيف إليه نوع إضافي يعالج مساحات لا تتجه إلى الاستثمار في النماذج القائمة، لأن هذه المساحة غير معالجة ولا يوجد نموذج محدد لها.

وهذه الورقة هي جزء من رسالة دكتوراه في الاقتصاد قدمها الباحث في جامعة صباح الدين زعيم مع بعض التعديلات والإضافات التي تناسب موضوع المؤتمر وأهدافه.

### المشروعات الصغيرة والمتوسطة

يعتبر تعريف قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة صعباً لعدم وجود تعريف متفق عليه دولياً، إذ أن مفهوم المشروعات الصغيرة والمتوسطة يشمل فئات عريضة من المشروعات الاقتصادية غير متجانسة الأحجام والفروع، كما أن المشروعات تختلف باختلاف الدول ومقوماتها الصناعية، فالمشروع الذي يعتبر صغيراً في الولايات المتحدة أو اليابان، قد يعتبر مشروع كبير الحجم في دولة أخرى نامية، لذا فإن بعض الدول تعتمد على عدد العمال، والبعض الآخر يقتصر على حجم الأعمال.[2]

ومن جهة أخرى ترى لجنة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية أنه لا يوجد تعريف دولي شامل متفق عليه كما يستحيل في كثير من الدول النامية إيجاد تعريف لكثرة المشروعات التي تعمل في القطاع غير الرسمي حيث يرتبط تعريف كل دولة بدرجة النمو الاقتصادي الخاص بها.[3]

1 صحيفة الحياة، 14 مارس 2018، http://www.alhayat.com

2 قمر المللي: "المعوقات التمويلية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في سورية"، أطروحة ماجستير، جامعة دمشق، 2015، ص 15.

3 المصدر السابق، ص 15.

**ويمتاز قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة بعدة مزايا منها:**

1. انخفاض التكاليف الرأسمالية للبدء للمشروع مقارنة بالمشروع الكبيرة.
2. الاستقلالية والمرونة في الإدارة.
3. اتساع انتشارها الجغرافي.
4. الحد من الاحتكار وتأمين فرص لريادة الأعمال.
5. القابلية للإبداع والابتكار.
6. استيعاب التقلبات في الاقتصاد الحديث.

وهذا القطاع بشكل خاص يحتاج إلى عوامل أساسية حتى يتمكن من النجاح أهمها الاستقرار السياسي والبينية التنظيمية القوية والبنية التحتية القوية.[1]

وهناك عدة عقبات تحول دون تحقيق قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة العوائد المرجوة مثل البيروقراطية والتسويق والقوى العاملة والأمور التقنية والادارية [2] لكن مشكلة التمويل تعد من أهم وأكبر المشكلات التي تواجه قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، حيث تعد مواردها الذاتية غير كافية للوفاء بمتطلبات الإنشاء والتأسيس أو عمليات التشغيل. ويشكل التمويل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة ما نسبته 59% من العقبات التي تواجه المشروعات الصغيرة والمتوسطة وغيرها من المشاكل وهو ما أكده استطلاع أجري في عدة دول حيث أثبت أن مشاكل التمويل تأتي على رأس معوقات تلك المشروعات[3].

أما عن مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة[4] فهي:

أ- **التمويل الرسمي**: وذلك من خلال المؤسسات المالية الرسمية كالبنوك وشركات التأمين وصناديق التوفير والادخار وأسواق رأس المال.

ب- **التمويل غير الرسمي**: وذلك من خلال القنوات التي تعمل في الغالب خارج إطار النظام القانوني الرسمي في الدولة كالاقتراض من الأهل والأصدقاء ويقدم التمويل غير الرسمي غالباً معظم الخدمات المالية للمشروعات الصغيرة.

وتعتبر المؤسسات المالية المتمثلة في البنوك التجارية والبنوك المتخصصة- هي المصدر المعتاد للحصول على وسائل التمويل لكن البنوك تتجاهل المشروعات الصغيرة والمتوسطة لاعتبارها أن الإقراض للمشروعات الصغيرة والمتوسطة هو أكثر مخاطرة من الإقراض للمشروعات الكبيرة لذا فهي تفضل الاعتماد على سمعة المقترضين أكثر من الاعتماد على الضمانات المقدمة وكذلك

1 المشروعات الصغيرة والمتوسطة في المملكة العربية السعودية، غرفة تجارة جدة، 2015

2 المشروعات الصغيرة والمتوسطة في السعودية، غرفة تجارة جدة، ص22

3 عمارة بن منصور: "المؤسسات المصغرة ودور البنوك في تمويلها"، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 5.

4 أشرف دوابة: دراسات في التمويل الاسلامي، دار السلام للطباعة، ط1، 2007، 201.

المشروعات الصغيرة والمتوسطة لا يتيسر لها تدبير احتياجاتها من البنوك بسبب عدم امتلاكهم للضمان العيني الذي يتعين تقديمه مقابل القرض، بالإضافة إلى قصور الوعي المصرفي لدى صغار الصناع والتجار مما يجعلهم أكثر تردداً في التعامل مع البنوك نظراً لما تضعه المصارف من عراقيل وما تفرضه من شروط وما تختلقه من معوقات أمام تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.[1] حيث تتجاوز تلك الضمانات كنسبة مئوية من قيمة القرض 200% في اليمن و170% في الجزائر وحوالي 140% في كل من سورية والاردن[2]. وفي كثير من الأحيان تقتصر القروض على الزبائن ذوي العلاقات الجيدة بالبنوك المتمثلة غالباً في المشروعات الكبيرة أما بالنسبة لبقية المشروعات فتفضل البنوك القروض الصغيرة وقصيرة المدى على شكل سحوبات على المكشوف على القروض طويلة المدى التي تتماشى أكثر مع الاحتياجات الاستثمارية لتلك المشروعات مما يحرمها من الموارد المالية اللازمة لنموها وتطورها[3] ولا تستجيب لاحتياجات قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتعتقد البنوك أن تمويلها للمشروعات الكبيرة أفضل من تجزئة التمويل كما أن البنوك لا تنظر لمنح القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حتى الآن على أنه وظيفة بنكية أساسية لها نماذج أو نظم مطبقة بها[4].

إن ضيق نطاق التمويل الرسمي المتاح أمام المؤسسات الرسمية لديها بدفع أصحاب تلك المشروعات نحو التمويل غير الرسمي وما يتضمنه من شروط مجحفة مثل سعر الفائدة المغالى فيه وانخفاض حجم التمويل الذي يمكن الحصول عليه.

تأتي الضمانات في مقدمة الاولويات الائتمانية لمؤسسات التمويل في الدول العربية عند منحها التمويل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، ونظراً لكون غالبية المشروعات الصغيرة والمتوسطة لا تملك في عالمنا العربي ضمانات رسمية أو مستندات قانونية تكفي لتلبية قيمة التمويل الممنوح فإن هذا يعني ضآلة فرص حصول تلك المشروعات على التمويل اللازم لها، كما أن المشروع مطالب بتقديم مستندات متعددة والالتزام بمعايير محاسبية وائتمانية وشخصية قد يصعب توافرها في تلك المشروعات من الناحية العملية وكذلك سعر الفائدة المرتفع يعتبر من المعوقات الرئيسية لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.[5]

كل ما سبق يؤدي بنا إلى التحول من التمويل بالاقتراض إلى التمويل الاسلامي حيث يتميز التمويل الاسلامي بالمحافظة على الهوية الذاتية للمسلمين في ظل العولمة القائمة كما تحقق أساليب التمويل الاسلامية العدالة بين طرفي المعاملة بحيث يحصل كل طرف على حقه بدلاً من نظام

1 قمر المللي: "المعوقات التمويلية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في سورية"، أطروحة ماجستير، جامعة دمشق، 2015، ص 15.
2 تركي الشمري ووفاء المبروك، تأسيس المشروعات الصغيرة وادارتها، مجلس النشر العلمي، الكويت، 2006، ص 105
3 صندوق النقد العربي، تفعيل النمو التنموي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، التقرير السنوي لعام 2013، ص 230
4 اشرف دوابة: دراسات في التمويل الاسلامي، دار السلام للطباعة ، ط 1.2007
5 المصدر نفسه

الإقراض[1] وكذلك تتميز أساليب التمويل الإسلامية بالتعدد والتنوع بما يلبي جميع المتطلبات أما أسلوب الاقتراض بفوائد فهو أسلوب وحيد يضيق من نطاق التمويل.

## صناديق الاستثمار الاسلامية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة:

تشكل صناديق الاستثمار الاسلامية حلاً لمشكلة التمويل التي تعاني منها المشروعات الصغيرة والمتوسطة كونها توفر آلية مالية شرعية تؤمن التمويل لهذه المشروعات لكن قبلاً لا بد لنا من تعريف الاستثمار الجماعي لوضع تصور عن هذه الآلية وكيفية عملها.

عرف الاستثمار الجماعي من قبل مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنه أيُّ استثمار مالي يتم جمع أموال المستثمرين في شكل مساهمات في صندوق استثماري سواء كان ذلك الصندوق ذا كيان قانوني منفصل أو كيان قائم على ترتيب تعاقدي، وذلك بالاكتتاب في وحدات أو أسهم ذات قيمة متساوية، وتشكل هذه الوحدات وما يتفرع عنها حقوقاً في موجودات الصندوق غير المجزئة، وتؤدي إلى نشوء حق أو التزام في المشاركة في الأرباح أو تحمل الخسائر الناتجة عن تلك الموجودات، وأن يتم تأسيس الاستثمار الجماعي وإدارته وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.[2]

ولا بد من التفريق بين الصناديق الاستثمارية الاسلامية بشكلها الحالي والمعروفة وبين الصناديق الاستثمارية الاسلامية للمشروعات المتوسطة والصغيرة حيث نعتبر أن الصناديق الاستثمارية الاسلامية المعروفة هي التي تتلقى الأموال بشكل عام وتقوم باستثمارها عن طريق الأسهم أو الصكوك أو مشاريع كبرى ، أما الصناديق الاستثمارية الاسلامية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة التي نقدمها فهي ستقتصر على صغار المستثمرين والراغبين بالاستثمار بدون الدخول في كيانات كبيرة أو تعقيدات إدارية، مثل اتحادات الملاك أو صناديق الاستثمار العقاري الصغيرة.

إن صناديق الاستثمار الحالية أعدت خصيصاً من أجل صغار المستثمرين لدخولهم في الاستثمار لكن لم يذهب إلا عدد قليل من صغار المستثمرين إلى هذا النوع من الاستثمار ونتيجة لذلك فقد توجه المستثمرون إلى الاستثمار في شركات توظيف الأموال وما شابهها ما نتج عن ذلك عدة العديد من المشكلات التي ظهرت خلال مرحلة عمل مؤسسات الاستثمار الجماعي أهمها وهي:

1. عدم احترام الأسس والقواعد الموضوعة والمتفق عليها.
2. عدم وضوح تعارض المصالح ووضع ضوابط لها حتى لا تنحرف المؤسسة عن سيرها المطلوب.

---

1 محسن عواطف سليمان ناصر: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصيغ الصيرفة الاسلامية الملتقى الدولي الاول لمعهد العلوم الاقتصادية حول الاقتصاد الاسلامي الواقع ورهونات المستقبل الجزائر 2006 ص6

2 المبادئ الإرشادية لضوابط الاستثمار الجماعي الإسلامي، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، (يناير 2009م)، 4.

3. الدخول في مشروعات بدون دراسات كافية عن المخاطر التي يمكن أن يواجهها المشروع من النواحي المالية تراعي كيف تدير الموارد حتى نهاية المشروع.
4. التضخم وفروق العملة لا تكون في الحسبان في بداية المشروع وسرعة تغيرها تحول الأرباح إلى خسائر.
5. عدم دراسة المخاطر القانونية والإدارية والتسويقية وغيرها مما يؤثر على الكثير من الأعمال.

**دور الصناديق الاستثمارية الاسلامية في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة**

من خلال ما سبق واذا ما ربطنا بين مميزات عملية التمويل الاسلامي وبرامج الاستثمار الجماعي – ومن خلال دراسة الصناديق القائمة في العديد من بلاد العالم الإسلامي، ومن خلال معايشة العديد من الشركات، والمساهمة في العديد من قضايا التحكيم بين هذه الشركات، والممارسة الميدانية– نجد أن وضع نموذج لصندوق استثماري إسلامي خاص للمشروعات الصغيرة والمتوسطة سيكون كفيلاً بأن يؤمن التمويل اللازم لهذه المشروعات إضافة إلى الضمانات والوثوقية والأهم هو شرعية هذه الآليات.

نسعى في هذه الورقة تقديم نموذج عن الصناديق الاستثمارية الصغيرة والمتوسطة يتم فيه تأمين الموارد اللازمة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تؤدي إلى نجاح واستمرارية المشروعات الصغيرة والمتوسطة وبشكل لا يخرج عن أحكام الشريعة الإسلامية، وبحث يعطي خيارات واسعة لصغار المستثمرين الراغبين في الاستثمار الخالي من شبهة الربا وتحقيق أرباح وعوائد جيدة بنفس الوقت.

**وفيما يلي نموذج عن صندوق استثماري اسلامي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة**

حيث يقوم الصندوق بإصدار نشرة خاصة تتضمن تفاصيل الصندوق بشكل تفصيلي يضمن حقوق جميع الاطراف، وتنطلق أهمية نشرة الإصدار الخاص التي يجب إصدارها من قبل الصندوق كونها تشكل العقد الملزم بين الصندوق والمساهمين فيها لأن إصدار النشرة يمثل الإيجاب من قبل الصندوق وتوقيع المساهمين يمثل القبول بشروط الصندوق .

ونقدم من خلال كل ما سبق نموذجاً لصندوق استثمار اسلامي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة:

1. **تعريف الصندوق وشكله**: تتضمن اسم الصندوق بالتفصيل ونوعه، كذلك مقر الصندوق، وتواريخ عمل مزاولة النشاط الاستثماري، ومدة الصندوق، والسنة المالية، وعملة الصندوق، كذلك تتضمن أسماء المستشار القانوني، وأرقام التراخيص، ومصادر أموال الصندوق، وحجمه، والحد الأدنى لرأس المال المطلوب الاستثمار فيه.

2. **هدف الصندوق الاستثماري العقاري والسياسة الاستثمارية للصندوق:** حيث يورد الغرض من الصندوق، وأهدافه العامة والتفصيلية، على أن يلتزم الصندوق بالضوابط والأدوات الاستثمارية المحددة من الرقابة الشرعية التي تعد جزءاً لا يتجزأ من السياسة الاستثمارية، وتوضع الأهداف الاستثمارية بناء على نوع الصندوق، مع الأخذ بالاعتبار الضوابط الشرعية والقانونية.
3. **مصادر أموال الصندوق:** يذكر فيه رأس مال الصندوق، وحجم الأموال المستهدفة، وعدد الوثائق المطروحة للاكتتاب، والحد الأدنى لرأس مال الصندوق ونقترح أن لا يقل رأس المال المصدر عن مائة ألف دولار ولا يزيد عن خمسة ملايين دولار للصناديق الصغيرة وأن لا يقل عن ثلاثمائة ألف دولار ولا يزيد عن عشرين مليوناً للصناديق المتوسطة.

وقد تم تحديد هذه الارقام بناء على واقع المشروعات التشاركية، ونادراً ما نجد أي مشروع تشاركي يتحمل هذه الأعباء الرقابية أقل من الحد المذكور.

4. **أنواع مصادر الأموال:** تقسم مصادر أموال الصندوق بشكل عام إلى قسمين رئيسيين:

أ- مصادر داخلية: وهي المبالغ المدفوعة من قبل المؤسسين للصندوق، ونقترح ألا تقل نسبة أموال المؤسسين عن 25% من قيمة الصندوق، وتتمثل على شكل وثائق مالية، ولا يجوز تداول هذه الوثائق إلا بعد مرور ثلاث سنوات من بداية تأسيس الصندوق أو انقضاء مدة المشروع أيهما أقرب.

ب- مصادر خارجية: وتتمثل في قيمة الوثائق التي يصدرها الصندوق للاكتتاب ويمكن تداولها، على أن توضع في نشرة الإصدار الصندوق إجراءات إصدار هذه الوثائق.

حيث يصدر الصندوق وثائق مالية مقابل الأموال التي يتلقاها، ويجب أن تصدر هذه الوثائق بقيمة اسمية واحدة، ويمكن إصدارها بعدة فئات متدرجة لسهولة التداول، ويتم تسديد قيمة هذه الوثائق لأمين الحفظ – الذي يكون أحد البنوك المعتمدة – عند الاكتتاب، إما بشكل كامل أو على دفعات وفقاً لاحتياجات الصندوق، ولا يجوز لإدارة الصندوق التصرف فيها بغير الغرض المخصص لها.

إن مسؤولية المساهمين محددة بقدر قيمة الوثائق التي يمتلكونها، أي أن كل مالك وثيقة مسؤول بقدر قيمة وثائقه، وكون المساهمين مشاركين في موجودات الصندوق فلهم الحق في الرقابة وغيرها من الحقوق.

5. **مدة النموذج المقترح:** يتضمن هذا البند مدة الصندوق الاستثماري وفقاً لنوعية المشاريع التي سيقوم بها الصندوق، وقد تكون مدة الصندوق من سنة ولغاية سبع سنوات للاستثمارات متوسطة الأجل، وأكبر من سبع سنوات للاستثمارات طويلة الأجل وينقضي الصندوق عند

انتهاء مدته ما لم يتم تجديده، أو عند تحقيق الغرض الذي تأسس الصندوق من أجله، أو عندما تواجهه ظروف تمنع استمرار عمله.

6. **صلاحيات الاقتراض للصندوق المقترح**: يتضمن البند حالة لجوء الصندوق للاقتراض وضوابط الاقتراض، حيث إنه يجوز لمدير الصندوق الحصول على تمويل متوافق مع معايير الهيئة الشرعية، وذلك بعد موافقة مجلس إدارة الصندوق، ويجب ألا تزيد نسبة التمويل التي يحددها الصندوق المتحصل عليها عن 50 % من قيمة أصول الصندوق.

7. **سياسة التخارج**: نظراً لعدم إدراج هذا النوع من الصناديق في بورصة الأوراق المالية، فإن أحد العوائق الرئيسية في هذا الاستثمار هو إيجاد طريقة منضبطة وآمنة وسهلة للخروج من الصندوق وقت الحاجة ويمكن أن يتم ذلك عن طريقين اما عن طريق:

1. التنضيض الحكمي حيث يمكن أن يقوم الصندوق بالتنضيض الحكمي على فترات دورية قد تكون متقاربة أو متباعدة حسب الظروف، يقوم بعدها برد أموال من رغب في سحب أمواله من المودعين، ويقوم بتوزيع الربح على عملائه، كما يقبل عندئذ أموال المودعين الجدد، فيبدؤون دورة جديدة مع من استمر من المودعين القدامى.
2. تداول الوثائق حيث يحق لمالك الوثيقة تداولها بالقيمة التقديرية للوثيقة ويحق لمالك الوثيقة بيعها أو رهنها أو التصرف بها للغير بشرط أن تقيد جميع هذه التصرفات عند أمين الحفظ للصندوق.

8. **المخاطر**: يجب أن تكون إدارة الصندوق ملمة بإدارة المخاطر في الصناديق المتوسطة والصغيرة لتقليل الهيكلية الإدارية ويجب ان تورد جميع المخاطر المتوقعة بكل تفاصيلها لكي يكون المستثمر على علم بها وواردة بوضوح في نشرة الإصدار.

10 **إدارة الصندوق**: يمكن أن تكون ادارة الصندوق بأحد طريقتين إما من خلال مجلس إدارة يقوم بدور مدير الاستثمار بشكل مباشراً أو من خلال مجلس إدارة يشرف على مدير الاستثمار ويحدد نوع الإدارة تبعاً لظروف الصندوقٍ وأعضاء مجلس إدارة الصندوقٍ وحجم الصندوق.

أ- مجلس إدارة الصندوق: في هذه الحالة يكون مجلس الإدارة هو جهة الإدارة والاعتماد معاً تحت إشراف الجهات الرقابية المعتمدة لدى الصناديق ( المالية والشرعية).

ب- مجلس إدارة يشرف على مدير الاستثمار: في هذه الحالة تتوزع المهام السابقة بين مجلس الإدارة ومدير الاستثمار وتكون مهمة مجلس الإدارة الرئيسية تعيين مدير الاستثمار والإشراف عليهٍ ومراقبة أدائه في تنفيذ المهام الموكلة إليهٍ والتأكد من التزامه بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بالصندوق للمساهمين فيه.

أما مدير الاستثمار فيشترط على مدير الاستثمار أن يكون قد مارس نفس النشاط الذي يتم طرح الاستثمار فيه مدة لا تقل عن ثلاث سنوات متتالية حقق فيه أرباح متتالية طبقاً للقوائم المالية المعتمدة.

يجب ربط أتعاب مدير الاستثمار بما يحققه من أرباح على أن تكون نسبة تصاعدية وليس نسبة ثابتة من إجمالي الاستثمار بشقيها أتعاب الإدارة وأتعاب حسن الأداء.

ج- الجمعية العمومية: يكون للصندوق جمعية عمومية تمثل حملة الوثائق، غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضاء الصندوق تتكون من حملة الوثائق، وتعقد الجمعية اجتماعات دورية، وضع وتبديل السياسات الاستثمارية للصندوق.

11. **الرقابة:** تعتبر الرقابة على الصناديق الاستثمارية والصلاحيات التي تعطى لها الركن الرئيسي في تكوين الصناديق الاستثمارية الإسلامية وهي ما يميزها عن غيرها ومن أهم أنواع الرقابة الشرعية والرقابة المالية ويكون حجم الرقابة يتناسب مع حجم الصندوق.

أ- نظام الرقابة الشرعية: وتختص الرقابة الشرعية بالتأكد من التزام أعمال الصندوق بالشريعة بما في ذلك الأعمال المتعلقة بمتابعة الحسابات والمخاطر ونقترح أن تكون الرقابة الشرعية عبارة عن نظام مراقبة يشرف عليه مراقب شرعي من الأشخاص المسجلين بسجلات الهيئة العامة للرقابة الشرعية المالية.

ب- الرقابة المالية: وتختص الرقابة المالية بالمراقبة على الصندوق في النواحي المالية والحسابية والتمويلية وإصدار تقارير دورية ( سنوية نصف سنوية ربع سنوية) حسب ما يذكر في نشرة إصدار الصندوق ومراجعة القوائم المالية في نهاية كل سنة مالية وإجراء فحص دوري كل ثلاثة أشهر للقوائم المالية للصندوق.

ويجب أن يكون مراقب المالي مرخص له بمزاولة مهنة المحاسبة والمراجعة من الجهات المختصة ويجب تمكينه من الاطلاع على جميع الحسابات ومتعلقات الصندوق ومراجعتها وإبداء الرأي فيها والالتزام بذلك.

12. **الإفصاح:** يلتزم أطراف الصندوق بالإفصاح الدوري عن كافة الأمور المتعلقة بالصندوق واستثماراته، ويجب أن تكون متاحة للجميع، وهي كالتالي:

أ- يلتزم مدير الاستثمار أو مجلس الإدارة بالإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية التي تطرأ أثناء مباشرة الصندوق لنشاطه لكل من الهيئة وحملة الوثائق، وكذلك البورصة في حالة قيد وثائق الصندوق فيها.

ب- إفصاح لجنة الرقابة الشرعية، حيث يتم الإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية المتعلقة بمدى توافق استثمارات الصندوق مع الشريعة الإسلامية، والمعالجة المطلوبة في الحالات التي تتطلب ذلك لكل من مجلس إدارة الصندوق ومدير الصندوق

والمساهمين، وكذلك إعداد تقرير سنوي عن مدى توافق استثمارات الصندوق مع الشريعة الإسلامية، على أن يرسل إلى جميع المساهمين ملخص بهذا التقرير.

13. **الأتعاب والرسوم**: تكون الأتعاب على شكل نسبة من صافي أرباح الصندوق، وليس نسبة من إجمالي الاستثمار. وذلك بهدف تشجيع الإدارة على بذل الجهد في تنمية الأموال، وزيادة الأرباح، وليس فقط زيادة حجم الصندوق.

ونرى أن تكون هذه النسبة تصاعدية بحيث تزيد نسبة الإدارة كلما زادت نسبة الأرباح، على أن تكون هذه النسبة محفزة لجهد الإدارة لبذل أقصى جهد لتحقيق أهداف الصندوق، ويذكر في نشرة الإصدار بشكل واضحٍ وصريح جميع الرسوم والأتعاب كالتالي:

أ- أتعاب مدير الاستثمار كما ذكرناه سابقاً.
ب- الأتعاب المتعلقة بشركات الخدمات المختلفة.
ت- أتعاب المكاتب القانونية والمستشارين القانونيين.
ث- أتعاب الهيئة والرقابة الشرعية.
ج- أتعاب مكاتب المحاسبة ومراقبي الحسابات.
ح- مصروفات الإصدار والتسويق .

14. **توزيع الأرباح والخسائر**: يتم بشكل واضح تحديد قواعد توزيع الأرباح بين أصحاب الوثائق وإدارة الصندوق بحيث يتم تحديد أرباح الصندوق التي سيتم صرفها بشكل دوري، وهي لا تقل عن 50% من صافي الربح، وكذلك تحديد الأرباح المحتجزة لتنمية الصندوق وزيادة حجمه إن لزم الأمر، وذلك من خلال القوائم المالية والتي يتم إعدادها بغرض تحديد صافي الأرباح والخسائر لا قدر الله، على أن تتضمن أرباح الصندوق الصافية بعد خصم مصروفات الدعاية والإعلان والنشر وأتعاب مدير الاستثمار والشركة وأي أتعاب أخرى ومصروفات التأسيس.

## الصعوبات والتحديات التي قد تواجه صناديق الاستثمار للمشروعات الصغيرة والمتوسطة

هناك كثير من التحديات الموجودة على أرض الواقع وهي التي يمكن أن تعيق النموذج المقترح للاستثمار الصغير والمتوسط ونشير إلى أهمها:

1. **عدم الوعي بأهمية وضع الضوابط والشروط التفصيلية قبل البدء في العمل.**

ويمكن التغلب على ذلك بإيجاد نماذج للضوابط التفصيلية لكل نوع من أنواع العمل في الصناديق، مع زيادة الوعي بما يترتب على عدم وضع الضوابط قبل البدء في العمل، وما يترتب على ذلك من آثار.

2. **وضع ضوابط وشروط ولكنها لا تغطي كل الجوانب اللازمة.**

يجب الاستعانة بأهل الاختصاص في وضع الضوابط والمعايير الشاملة سواء كان هناك حاجة إليها أم قد يتم الحاجة إليها في المستقبل مع تطور العمل.

3. **عدم احترام الأسس والقواعد الموضوعة** والمتفق عليها وتوثيق العقود وعدم اشتمالها على البنود الأساسية. لذا يجب كتابة العقود من قبل مختصين وكذلك يتم إدراج كل البنود والحقوق والصلاحيات والاختصاصات وكيفية التصفية وآلية حل النزاعات.

4. **تغليب العاطفة والعلاقات الشخصية.**

إن اختيار فريق العمل الذي يقوم بالاستثمار والمبني على الكفاءة والتخصص وليس على العاطفة والعلاقات الشخصية من الامور الهامة لاستمرارية ونجاح أي مشروع.

5. **عدم القيام بالدراسات اللازمة قبل بدء العمل.**

من الأمور الأساسية في هذا النموذج هو دراسة جدوى مالية للمشروع المزمع الاستثمار فيه توضح الإيرادات والمصروفات والاحتياطات المالية وتوقيتاتها والأرباح المتوقعة ومعرفة حجم العرض والطلب والميزة التنافسية ....إلخ كذلك دراسة مخاطر التضخم وفروق العملة ومعرفة المخاطر السياسية والمخاطر القانونية وكل ما يتعلق بهذا الشأن.

6. **عدم إدراك الفارق بين إدارة المؤسسات الصغيرة والكبيرة أو أن يكون صاحب المال هو الذي يديره ووجود النزعة الفردية وتضخيم الذات.**

7. **تعارض المصالح.**

تحديد واضح للصلاحيات والاختصاصات والإشارة صراحة أن أي شيء يتعلق بالعمل يكون لمتخذ القرار فيه مصلحة ظاهرة أو خفية لابد من الإفصاح عن ذلك وتنحي صاحب المصلحة تماماً عن المشاركة في القرار.

## التوصيــات

نقترح التوصية بعمل صناديق تسمى الصناديق الصغيرة والمتوسطة وعمل تعديل تشريعي في القوانين للسماح بهذا النوع من الصناديق والتي من أهم ملامحه:

1. أن يكون رأس مال الصندوق أقل بكثير من الحالي ويبدأ من 100 ألف دولار للمساعدة على إنشاء الصناديق لشرائح الصغيرة والمتوسطة.
2. أن تكون أتعاب هذا النوع من الصناديق مقتصرة على نسبة من الأرباح وليس من حجم الاستثمار، ولا تزيد مصروفات التأسيس عن 1% من حجم الاستثمار.
3. أن تكون حصة المؤسسين في هذه الصناديق لا تقل عن 25% من رأس مال الصندوق لضمان الجدية.
4. أن يكون هناك تنضيض حكمي للصناديق مرة على الأقل سنوياً للمساعدة في التقييم العادل للوحدات لمن يريد التخارج من الصندوق.

أ- عدم وضع قيود على هذه الصناديق في التمويل والاستثمار، وتبسيط إجراءات تراخيص هذا النوع من الصناديق، وإتباع سياسة الشباك الواحد لترخيصها لتسهيل الإجراءات.

ب- عمل مراكز تدريب وتأهيل للراغبين في عمل هذا النوع من الصناديق للتعريف بمزاياها وإمكانياتها ومخاطرها لاستثمار الأموال بأفضل طريقة ممكنة.

ج- التسويق لهذه الصناديق بجميع الوسائل المسموعة والمقروءة لزيادة الوعي والتعريف بها ولزيادة حصتها السوقية لتستطيع منافسة الصناديق العالمية، وهي قادرة على ذلك.





## المصادر والمراجع


1. أشرف دوابه: "دراسات في التمويل الإسلامي"، ط1، القاهرة، دار السلام، 2007م
2. المشروعات الصغيرة والمتوسطة في المملكة العربية السعودية، غرفة تجارة جدة، 2015
3. المبادئ الإرشادية لضوابط الاستثمار الجماعي الإسلامي، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، يناير 2009م
4. محسن عواطف، سليمان ناصر: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصيغ الصيرفة الاسلامية، الملتقى الدولي الاول لمعهد العلوم الاقتصادية حول الاقتصاد الاسلامي، الواقع ورهونات المستقبل، الجزائر، 2006
5. عمارة بن منصور، المؤسسات المصغرة ودور البنوك في تمويلها، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
6. صندوق النقد العربي، تفعيل النمو التنموي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة ، التقرير السنوي لعام 2013
7. قمر المللي:"المعوقات التمويلية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في سورية"، أطروحة ماجستير، جامعة دمشق، 2015
8. تركي الشمري ووفاء المبروك، تأسيس المشروعات الصغيرة وادارتها، مجلس النشر العلمي، الكويت، 2006



# صندوق استثمار إسلامي مُخاطر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

## " نموذج تمويلي مقترح "

أ. محمد الطاهر الهاشمي - ليبيا
باحث في التمويل الإسلامي
محاضر بقسم التمويل-كلية الاقتصاد -جامعة مصراته-ليبيا

**ملخص**

تتلخص فكرة البحث في اقتراح نموذج تمويل إسلامي يقوم على توظيف استراتيجية رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، من خلال صندوق استثمار إسلامي يُصمم كوعاء لتجميع وإدارة الأموال وفق آلية الاستثمار المشترك لأصحاب رؤوس المال الجريء (المُخاطر) وتوظيفها كتمويل طويل الأجل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة الواعدة بالنمو، باعتبارها تمثل قطاعاً حيوياً يؤثر نموه وازدهاره -بشكل فاعل- في خدمة متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية المنشودة في مختلف البلدان، وباعتبار أنها لا زالت تعاني من قصور كبير وضعف واضح في وصولها إلى حاجتها من التمويل، وبالأخص بلداننا العربية والإسلامية النامية التي بدأت تشهد اهتماماً متزايداً بهذا القطاع، وتستحث الجهود للبحث عن بدائل تمويلية تحل إشكالية تمويل هذا القطاع.

ويأتي هذا البحث، كمساهمة ضمن الجهود البحثية الموجهة لتقييم وتقويم مسار التمويل الإسلامي، الذي يشهد الواقع بانحرافه عن المسار التنموي الذي كان الدافع لنشأة وظهور المصارف والمؤسسات المالية الاسلامية، وضعف مساهمته في إحداث تنمية حقيقية. وذلك من خلال طرح نموذج تمويل برأس المال المخاطر كبديل للتمويل الرسمي للمصارف ومؤسسات التمويل الاسلامية، التي عزفت عن تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، كما أنها اقتصرت حتى في أساليبها التمويلية والاستثمارية عن أدوات المداينات على حساب المشاركات التي تعد الصيغ الأنسب والاكثر فاعليه في خدمة النشاط الاقتصادي الحقيقي.

والله تعالى من وراء القصد..وهو الموفق لما فيه الخير،

1- مقـــدمـــة:

تتفق جميع الدول المتقدمة منها والنامية على حد سواء على أهمية الدور الذي يمكن أن تقوم بها المشروعات الصغيرة والمتوسطة في تنشيط الاقتصاد وتحريك عجلة التنمية، وفي مقابل ذلك يجمع معظم الباحثون على أن هذه المشروعات رغم أهميتها فإنها لا تحظى بالدعم المطلوب، وأن من أبرز المعوقات التي تعترض هذه المشروعات هي إشكالية الحصول على **تمويل** يلبي حاجتها ويلاءم طبيعتها وظروف نشأتها، وهو ما لا يتوفر لها من قبل قنوات التمويل الرسمية كالمصارف ومؤسسات التمويل والأسواق المالية.

وقد أظهرت الدراسات التنموية والتجارب الدولية أن إقامة صناعات ضخمة قد فشل في تحسين مستوى معيشة أغلبية السكان، ولذلك بدأت الحكومات وراسمي السياسات في التوجه بالتخطيط لتعزيز الأداء الاقتصادي من خلال الاهتمام بقطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، والمتناهية الصغر وريادة الأعمال، لما يمكن أن تساهم به في تحريك عجلة الاقتصاد، والمساهمة في خلق فرص التوظيف وتوزيع الدخل وخاصة في الدول النامية.

لـذلك،، يأتي هذا البحث ضمن الجهود الموجهة لدراسة البدائل التي يمكن من خلالها توفير الدعم والتمويل الملائم لقطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، لتعزيز مكانتها كقطاع حيوي في الاقتصاد، ودورها الفاعل في خلق فرص عمل في المجتمع، حيث إن وصول التمويل والخدمات المالية لمختلف فئات المجتمع وقطاعات الأعمال له دور فعال في معالجة مشاكل البطالة على المدين القصير والمتوسط وتحقيق النمو الاقتصادي الاكثر شمولاً، الذي يمثل الهاجس الأهم أمام السياسات الاقتصادية الراهنة، فمعدل البطالة في الدول العربية بلغ **15.4 %** بنهاية 2017م حسب تقرير( المؤشرات الاقتصادية والصناعية في الدول العربية) الصادر عن المنظمة العربية للتنمية الصناعية (**مارس 2019**).[1]

وهو ما يؤكد أن هناك حاجة ماسة لتبني استراتيجية رأس المال المخاطر كنشاط تمويلي طويل الأجل لتحريك قوى الاقتصاد نحو تنمية حقيقية، خاصة بعد أن "ثبتت فعاليته في التطور الاقتصادي وزيادة معدلات التنمية لدى العديد من الدول الصناعية المتقدمة وبعض الدول ذات الاقتصادات الناشئة" التي تبنت تشجيع التمويل برأس المال المخاطر.[2]

وعلى ما سبق سيركز البحث على اقتصادات الدول الإسلامية العربية كمجتمع للبحث.

(1) تقرير المؤشرات الاقتصادية والصناعية في الدول العربية، إصدارات المنظمة العربية للصناعة والتعدين، مارس **2019**م.ص5

(2) ينظر: سامي عبدالباقي، **دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر**، الطبعة الأولى، الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، **2010**م، ص1

2 – **مشكلة البحث:**

من منطلق ما انتهت إليه الكثير من الدراسات حول ضعف فرص المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الوصول إلى حاجتها من التمويل، وعزوف المصارف التقليدية والإسلامية والمؤسسات الرسمية عن تمويل هذا القطاع المهم والحيوي، يأتي هذا البحث ليطرح فكرة بديل تمويلي لها يتمثل في( رأس المال المخاطر) وفق آلية متوافقة مع ضوابط الشريعة الإسلامية، وبناء عليه فقد صيغت إشكالية البحث في التساؤل عن **كيفية توظيف رأس المال المخاطر في تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة وفق آلية تمويل إسلامية ؟**

3 – **فرضيات البحث:**

1. أن الدول النامية في منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط الإسلامية وخاصة العربية، تمتلك موارد مالية كافية لإحداث التنمية الاقتصادية والاجتماعية المنشودة بها.
2. أن هناك خلل في توظيف الموارد المالية لبلدان مجتمع البحث، مما حال دون تحقق الشمول المالي لمختلف القطاعات الاقتصادية.
3. رغم النمو المتزايد الذي يشهده قطاع التمويل الإسلامي في مجتمع البحث إلا أنه لم يوظف في خدمة التنمية الحقيقية، والتي من أهم قطاعاتها المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال.
4. أن التمويل برأس المال المخاطر يعتبر البديل الأمثل لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال، لأنه تمويل متحرر من قيود سياسات الائتمان التي تنتهجها المصارف ومؤسسات التمويل الرسمية.
5. أن فكرة صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر ملائمة من المصارف ومؤسسات التمويل الأخرى لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة لما يتوفر فيها من مزايا كشروط التأسيس، وآليات حشد وتعبئة المدخرات، وشروط الاستثمار فيها.

4 – **أهداف البحث** : يهدف البحث إلى :

1. التعريف بماهية وأهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم وتمويل قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال.
2. تقديم تصور لنموذج تمويل إسلامي لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المـُـخاطر ، وتصميم آلية من شأنها أن تساهم في دعم المشروعات والرفع من قدرتها المالية سواء في مرحلة الإنشاء والتأسيس أو النمو والتوسع في إطار ضوابط التمويل الإسلامي.

5 – **أهمية البحث:**

تكمن أهمية البحث في تقديم بديل تمويلي لمصادر التمويل التقليدية والإسلامية العادية، لحل إشكالية التمويل طويل الأجل، باعتبارها المعوق الأساسي أمام قطاع المشروعات الصغيرة

والمتوسطة، والمساهمة بشكل فاعل في سد جانب كبير من الفجوة التمويلية الواسعة في اقتصادات مجتمع البحث.

6- **منهجية البحث:**

اعتمد الباحث على المنهج الاستقرائي الاستنباطي، فيما يتعلق بواقع الأداء الاقتصادي وإشكالية الشمول المالي في مجتمع البحث، من واقع الدراسات والإحصاءات والمؤشرات الاقتصادية، وعلى المنهج الوصفي التحليلي، فيما يتعلق بتقنيات: رأس المال المخاطر، وصناديق الاستثمار، وأساليب التمويل الإسلامي، وتوظيفها في بناء نموذج تمويلي؛ يمكن من خلاله توجيه رأس المال المخاطر الإسلامي إلى المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

7- **مجتمع البحث:**

اقتصادات الدول الإسلامية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مع التركيز على الدول العربية..

8- **كلمات مفتاحية:** رأس المال المخاطر، صناديق الاستثمار الاسلامية، المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال، التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

سيستخدم الباحث مصطلح **المشروعات الصغيرة والمتوسطة**: ويقصد به المشروعات الصغيرة والمتوسطة والمتناهية الصغر والشركات الناشئة وريادة الأعمال.

## المبحث الاول:
## حاجة الاقتصادات العربية إلى دعم وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

### المطلب الأول:
### إشكالية التناقض بين الوفرة المالية وضعف الأداء التنموي في اقتصادات مجتمع الدراسة

**أولاً: ضعف الأداء الاقتصادي و خلل توظيف الموارد في مجتمع البحث :**

تُجمع كافة الدول -المتقدمة والنامية -على حدٍ سواء، حين ترسم سياساتها الاقتصادية، على وضع هدف (*تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية مستدامة* ) هدفاً يتصدر أولوياتها.

لكن عند تشخيص واقع الدول النامية في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وبالأخص الدول العربية يتبين أنها لازالت بعيدة عن جعل هذا الهدف حقيقة واقعة ضمن انجازاتها الفعلية، فلا زال أداء الاقتصاد العربي ضعيفاً -بالمعيار النوعي على الأقل-، رغم امتلاك معظم الدول العربية لموارد مالية وبشرية وطبيعية كافية لخدمة متطلبات هدف التنمية المستدامة المنشودة.

وهذا الضَعف في الأداء الاقتصادي، ترتب عليه تعطل جزء مهم من الموارد والطاقات الاقتصادية، وكان أحد أهم انعكاساته السلبية ارتفاع معدلات البطالة، التي بلغت في الدول العربية

ما يعادل ( **ضِعف معدل البطالة في العالم**)-حسب آخر تقرير لصندوق النقد العربي(AMF) **(سبتمبر 2019م)**- وقد مثّلت فئة الشباب الذين تتراوح أعمارهم بين 15-24 عاماً نحو **42%** من مجمل قوة العمل العاطلة عن التشغيل عام 2018م، كما تتركز البطالة أيضاً بين أوساط المتعلمين والداخلين الجدد إلى أسواق العمل في عدد كبير من الدول العربية.[1] وهو ما يعد مؤشراً على خلل في إدارة موارد هذه الاقتصادات.

أما عن أسباب هذا الخلل فقد أشارت نتائج دراسات اقتصادية حديثة "أن ضعف الأداء الاقتصادي للدول النامية، يعود إلى ضعف التمويل، ويجعل إمكانية الانطلاقة الاقتصادية محدودة جداً".[2]

لكن عند استقراء واقع إمكانات مجتمع البحث، يتبين أن هذا الضعف والتباطؤ في الأداء الاقتصادي، والتخلف في مسيرة التنمية الاقتصادية الحقيقية، يقابله نمو متزايد ووفرة في الموارد المالية والبشرية.

**ثانياً: نمو الموارد المالية وتطور صناعة التمويل الإسلامي في الدول العربية :**

تمتلك أغلب الدول العربية -التي من بينها 11 دولة مصدرة للنفط عالمياً- موارد مالية ضخمة، تكفي لتمويل متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية المنشودة بها، بالإضافة إلى مداخيلها من إيرادات النفط والصناعات الاستخراجية، تشير الإحصاءات إلى امتلاكها وفرة مالية كبيرة، من ذلك مثلاً الثروة المالية الموظفة في صناديق سيادية ، حتى أن أموال(أربع صناديق عربية فقط تمثل **40%** من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية على مستوى العالم **2019م**، تقدر محافظها بـ **3.2** تريليون دولار) [3]، وهو ما يعد أحد المؤشرات الدالة على توفر الإمكانات المالية القادرة-إن أُحسن توظيفها- على تحقيق التراكم الرأسمالي والانطلاق بعجلة اقتصاداتها المحلية نحو تنمية مستدامة.

يضاف إلى هذه الموارد، التراكم المالي الذي حققه *قطاع التمويل الإسلامي* بها، بنجاحه في حشد وتعبئة المدخرات المحلية بشكل غير مسبوق، مما ساعده على النمو والتطور. وهو تظهره قراءة وتحليل نتائج الإحصاءات حول التمويل الإسلامي عالمياً.

فحسب تقرير أعدته مؤسسة THOMSON REUTERS بالتعاون مع مؤسسة Dinar Standard عن واقع التمويل الاسلامي بنهاية **2018-2019م**، أن أصول التمويل الإسلامي تتجاوز **2.5 تريليون**

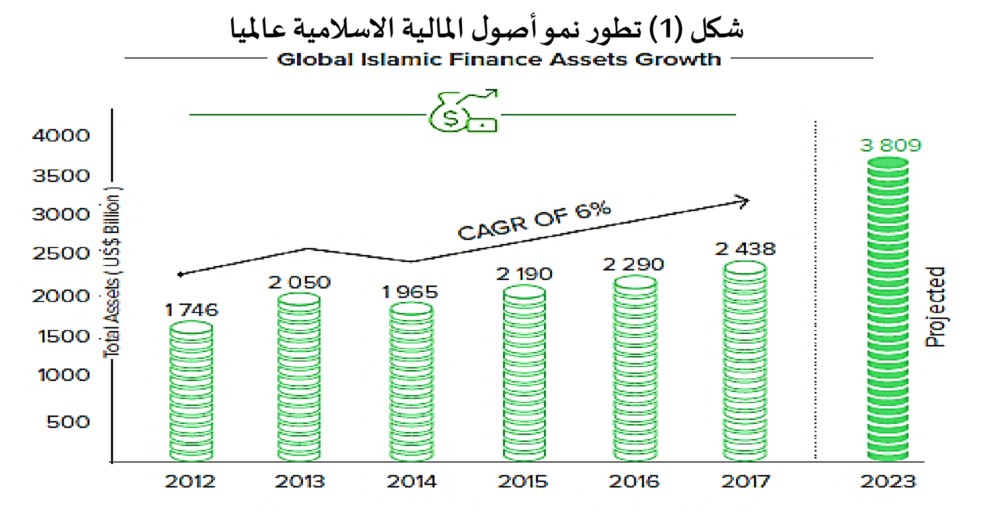
(1) تقرير **آفــاق الاقتصاد العـربي 2019** م، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، سبتمبر **2019** م، ص16

(2) محمد عبدالله شاهين، **النشاط الاقتصادي للدول العربية بين التحديات وفرص النمو**، الطبعة الأولى، دار يافا العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، **2019م**، ص107

(3) حسب تقرير أعدته مجلة ايكونوميست الاقتصادية حول **صناديق الثروة السيادية في العالم 2019م**، نقلاً عن: موقع العربية.نت، **2019/9م**.

دولار، بنهاية 2019م، ويتوقع لـها أن تواصل النمـــو إلى 3.809 **تريليون** دولار بحلول العام 2023م. [1]

**شكل (1) تطور نمو أصول المالية الاسلامية عالميا**




THOMSON REUTERS , ***Islamic Finance Development Report*** **2018**, Building Momentum, P6

وحيث أن البحثَ معنيٌ باقتصادات الدول الإسلامية العـربية بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فإن ما يعزز فرضية توفر الامكانات والموارد المالية بها، أن تحليل قطاع التمويل المالي الإسلامي العالمي–حسب المناطق–، يُظهر أن نصيب منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا يمثل الحصة الأكبر منه عالمياً، حيث تشكل ما نسبته أكثر من 67% من أصول التمويل الإسلامي على مستوى العالم، وأن منطقة دول مجلس التعاون الخليجي العربي وحدها تحوز 42.3 % من أصول التمويل الإسلامي العالمي. [2]

وعند تحليل قطاع التمويل الإسلامي حسب الأدوات، وبالنظر إلى مكانة الصكوك الإسلامية باعتبارها **الأداة التمويلية الأكثر ملائمة لدعم وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة**، نجد أنها تمثل ربع حجم التمويل الإسلامي على مستوى العالم، حيث بلغت بنهاية **2018م** ما نسبته **24.5%** من إجمالي التمويل الاسلامي، وبقيمة جاوزت 530 مليار دولار أمريكي. [3]

**جدول (1) تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً**

| السنة | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| حجم الاصدارات | 284 | 299 | 342 | 345 | 426 | 530.4 |
| نسبة النمو السنوي | % 9 | % 5 | % 14 | % 0.9 | % 23 | % 24.5 |
| نسبة نمو الفترة | من 284 مليار إلى 530 مليار = **87** % | | | | | |

**المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقرير تطور الصناعة المالية الاسلامية 2019**

(1) تقرير واقع الاقتصاد الإسلامي العالمي **2018–2019**م (اقتصاد شمولي دعائمه الأخلاق)، إعداد: مؤسسة THOMSON REUTERS ، ومؤسسةDinar Standard ، ص13

(2) تقرير الصناعة المالية الإسلامية **ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY** (STABILITY REPORT) **2019**، الصادر عن مجلس الخدمات المالية الاسلامية (IFSB )، ماليزيا ، **2019**م، ص5

(3) المصدر نفسه.

مثل هذه المؤشرات وغيرها حول توفر الموارد المالية، واتساع إمكانات قطاع التمويل التقليدي والإسلامي في مجتمع البحث، عند مقارنتها بمؤشرات الأداء الاقتصادي المتدني في دعم وتمويل محركات التنمية الاقتصادية الحقيقية، تشير بجلاء إلى أن هناك *خللاً في إدارتها* بما يخدم متطلبات التنمية الاقتصادية المحلية.

يؤكد هذا الاستنتاج، ما انتهت إليه دراسة لأحد الباحثين حول النشاط الاقتصادي للدول العربية وفرص النمو، حيث يؤكد:" **أن الدول الإسلامية تعاني من مشكلة توفير رؤوس الأموال اللازمة التي تستخدم في تغطية تكاليف المشاريع الاستثمارية** ".[1]

وهذه النتيجة تعزز فرضية البحث بوجود خلل في توجيه التمويل بما يخدم متطلبات التنمية الحقيقية، وأيضاً تؤكد أهمية وضرورة الالتفات إلى قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال في دعم مسيرة التنمية الاقتصادية.

**من أسباب تساع الفجوة التمويلية في دول مجتمع البحث:**

لا شك أن هناك العديد من الأسباب الاقتصادية والادارية والتنظيمية والسياسية التي تظافرت ليكون من نتيجتها وجود فجوة واسعة في التمويل التنموي الذي يخدم متطلبات إحداث تنمية اقتصادية حقيقية، ولعل منها مما يمس مباشرة موضوع البحث؛ ما يلي:

1. **نمو التمويل الاسلامي (رأسيا) وقصوره (أفقياً):**

من خلال الاستقراء والمقارنة بين دراسات وتقارير الأداء الاقتصادي العربي، وما تحقق لقطاع التمويل الإسلامي بها من وصول إلى مستوى عالٍ من النجاح في استقطاب المدخرات المحلية، يرى الباحث أنه بالرغم من التطور الكبير والمتواصل في قطاع التمويل الاسلامي والتنامي المستمر والمتزايد لأصوله عالمياً، إلا أن هذا النمو كان لصالح(الكم) على حساب(النوع)، وهو ما يشير إلى حقيقة أنه خرج عن المسار الصحيح الذي به تتحقق التنمية الاقتصادية والاجتماعية المنشودة، ومردّ ذلك أنه وإن بدأ في منطلقه كتمويل تنموي، إلا أنه انتهى إلى تمويل متحيز لخدمة فئات معينة واقتصر على منتجات محدودة، ومجالات وأسواق مخصوصة جزء كبير منها هي أسواق عالمية خارجية، وُظّفت فيها المدخرات المحلية وحرمت منها الاقتصادات الوطنية.

2. **عزوف المصارف الإسلامية عن تمويل متطلبات التنمية الحقيقية:**

في إطار التدليل على وجود (فجوة)* بين التراكم المتنامي رأسياً في التمويل الإسلامي بمجتمع البحث، وبين القصور في إدارة وتوظيف الموارد المالية بشكل أفقي، بما يخدم متطلبات التنمية

(1) محمد عبدالله شاهين، **النشاط الاقتصادي للدول العربية بين التحديات وفرص النمو**، الطبعة الأولى، دار يافا العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، **2019**م، ص136

* فجـــوة : بمعنى فراغ واسع أو خلل بيّن بين توفر الموارد المالية من جهة، ونقص التمويل لقطاعات حيوية من جهة أخرى.

الاقتصادية الحقيقية، ويمكّن قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة والشركات الناشئة، من الوصول إلى حاجتها من التمويل، أن العديد من دراسات **تقييم أداء المصارف الاسلامية** كشفت عزوفها عن إعادة تدوير مواردها في مشروعات الاقتصاد الحقيقي، وبالأخص المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال، التي تفتقد عادة للضمانات التي تشترطها المصارف لتقديم التمويل، ولما ينطوي عليه تمويلها من مخاطر عالية أخرى، في حين توجهت بالتمويل إلى القطاع المالي والاستهلاكي، واستثمرت المدخرات المحلية في السلع الدولية وأسواق المال العالمية.[1]

وبالتالي فإن التناقض الواقع بين ضعف الأداء الاقتصادي التنموي للدول العربية وتخلفها عن بلوغ هدف إحداث تنمية حقيقية مستدامة من جهة، وبين ضخامة الموارد المالية لكثير من الدول العربية، ونمو صناعة التمويل الاسلامي فيها، هو مؤشر واضح على وجود خلل في توظيف هذه الموارد التمويلية بما يخدم متطلبات التنمية، فتركزها في قطاعات دون أخرى، هو ما بات يعرف بمشكلة التحيز وعدم الشمول المالي.

## المطلب الثاني:

## أهمية دعم وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية

### أولاً: أهمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة:

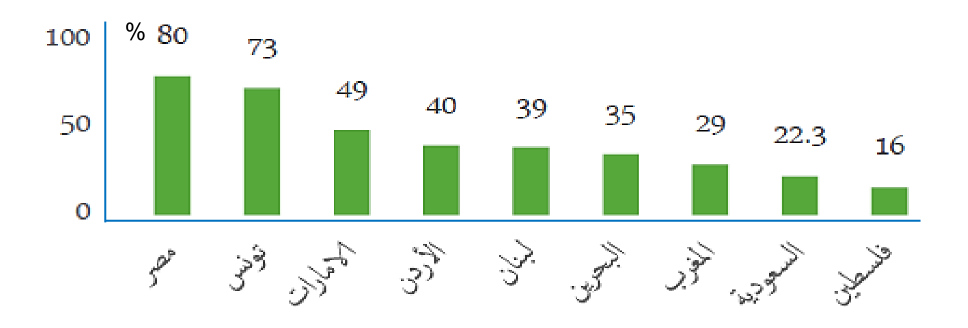
لقد انتبهت الدول المتقدمة مبكراً إلى أهمية قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال في خدمة متطلبات التنمية الاقتصادية والرفع من المستوى العام لأفراد المجتمع، فأخذت على عاتقها دعمه وتشجيعه. وهو ما يؤكده واقع اقتصادات تلك الدول، وتعززه العديد من الدراسات التي تصدر تباعاً عن تلك الدول أو عن المنظمات الدولية. وتزداد أهمية دعم هذا القطاع في الدول النامية أكثر، لحاجتها إلى تعزيز أداءها الاقتصادي.

فحسب دراسة حديثة لـ(مؤسسة التمويل الدولية **IFC 2019**)" أن المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول النامية تساهم بحوالي **33 %** -كمتوسط عام- من الناتج المحلي الاجمالي للاقتصادات النامية، [2] بينما في دراسة أخرى حول هذا القطاع في اقتصادات الدول العربية، أظهرت أن متوسط مساهمة هذا القطاع يزيد عن المتوسط السابق، (انظر الشكل التالي رقم 2)

(1) ينظر: محمد الطاهر الهاشمي، **أساليب التمويل والاستثمار في المصارف الاسلامية وأثرها التنموي بين تنظير المؤسسين وواقع التطبيق**، المؤتمر الدولي الأول للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (EAIFE)، 16و 17 أبريل **2018**م، اسطنبول، تركيا.

(2) يسر برنية و رامي عبيد وحبيب اعطيه، **الشمول المالي في الدول العربية ..الجهود والسياسات والتجارب**، منشورات أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية العربية ومؤسسات النقد العربية، **2019**م ، ص 11

شكل (2) مساهمة قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الناتج المحلي الاجمالي في بعض الدول العربية (%)




المصدر: صندوق النقد العربي (2019)، استبيان "النهوض بالمشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، فبراير.

وهو ما يعكس أهمية دور هذا القطاع الانتاجي الحيوي في تعزيز الاستقرار المالي والاقتصادي، مما يتطلب قيام الجهات الرسمية المعنية، بتنسيق جهودها والاستمرار بدعم هذا القطاع، وتعزيز وصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة للتمويل بكُلف وآجال مناسبة لما لها من دور كبير في توفير فرص العمل وخدمة متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

وفي تقرير أعده فريق من **صندوق النقد العربي(AMF)** حول الشمول المالي في الدول العربية، نُشر 2019م، أكد فيه على (*أهمية تعزيز وصول التمويل والخدمات المالية إلى المشروعات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها قطاعاً حيوياً ومهماً في زيادة معدل النمو* الاقتصادي والتشغيل)، وأشار إلى ما انتهت إليه إحصاءات دولية بأن هذا القطاع مسؤول عن توفير ( ***4 من بين كل 5 فرص عمل جديدة*** ) يتم توفيرها.

ولعل هذه الأهمية تزداد في الدول العربية التي تشكل المشروعات الصغيرة والمتوسطة فيها أكثر من **95 %** من الشركات العاملة بها، وهو يعني أن دعمه من أهم المحاور الرئيسية لتعزيز الشمول المالي.[1]

**ويمكن إيجاز بعض أهم مساهمات المشروعات الصغيرة والمتوسطة في خدمة التنمية، بما يلي:**

1. قدرتها على المساهمة الكبيرة والفعالة في استثمار المورد البشري، باعتباره القوة المحركة الأساسية في الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال توفيرها فرص عمل أكثر من أي قطاع آخر.
2. نظراً لصغر حجمها وسهولة تكيفها مع مختلف الظروف، فإنه قادرة على الانتشار الجغرافي على امتداد رقعة الدولة، من المناطق الصناعية والتجارية والتجمعات المدنية والريفية، مما يساهم في عدالة توزيع الموارد المالية، وتحقيق الاستغلال الأمثل للموارد الطبيعية والبشرية على أوسع نطاق، ووصول التمويل إليها يحقق مطلب الشمول المالي.

(1) يسر برنية و رامي عبيد وحبيب اعطيه، المصدر السابق ، ص 10

3. تلعب دوراً مهماً وبارزاً في بلورة الأفكار المبتكرة وطرحها كمنتجات جديدة، من خلال احتضانها لرواد الأعمال، وتشجيع الشباب وخريجي الجامعات على تقديم إبداعاتهم كمشروعات صغيرة، لا تلبث أن تتحول إلى شركات كبيرة إذا حظيت بالتشجيع والنجاح في إثبات جدارتها، فكل الشركات الكبيرة كانت في بداياتها صغيرة.
4. دورها في دعم الصادرات المحلية: لأن انتشار المشروعات الصغيرة والمتوسطة، واتساع رقعة نشاطها، يؤهلها لتغطية حاجات السوق المحلي من السلع والخدمات، وكذلك المساهمة في دعم النشاط التصديري وما يتبعه من تحسين في ميزان الدولة التجاري.
5. ملائمتها للمساهمة في توفير احتياجات الشركات والمصانع الكبرى، من خلال إنتاجها لبعض المواد والمنتجات التي تدخل في الصناعات الكبرى، وهو ما يحقق التكامل الاقتصادي بين قطاعات اقتصاد البلد، ويحقق الاستغلال الأمثل للموارد.
6. مساهمتها في دعم الناتج المحلي الاجمالي خلال فترة قصيرة نسبياً، لمرونتها وسرعة نموها، وهو ما ينعكس ايجاباً في خدمة متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية الشاملة.

**ثانياً: إشكالية عدم تمكين المشروعات الصغيرة والمتوسطة الوصول إلى حاجتها من التمويل:**

تشير معظم الدراسات إلى أن ضعف الفرص أمام المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الحصول على التمويل يشكل إحدى العقبات الرئيسية أمام نموها، فالمصارف ومؤسسات التمويل ترى في أغلب الأحيان أن خدمة هذه المؤسسات محفوفة بالمخاطر وباهظة التكاليف، مما يجعلها غير مرغوب فيها عند المصارف ومؤسسات التمويل.

فحسب دراسة صدرت هذا العام **2019**م عن **صندوق النقد الدولي(IMF)** حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في منطقتي *(الشرق الأوسط وشمال إفريقيا- وأفغانستان وباكستان وآسيا الوسطى)*، أظهرت أن متوسط نصيب هذا القطاع من إجمالي الإقراض المصرفي **لا يتعدى 7 % فقط**، وأن هذه الحصة من التمويل تعتبر هي **(الأقل عالمياً)**، وأضافت الدراسة أن المشروعات الصغيرة والمتوسطة في *اقتصادات الشرق الأوسط تعاني من* ***أكبر فجوة في الشمول المالي على مستوى العالم***. (1)

**من أسباب عدم وصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة إلى التمويل:**

ولعل من أهم أسباب عزوف المصارف ومؤسسات التمويل الرسمية عن تقديم التمويل لهذا القطاع ما يلي:

1. افتقادها للضمانات التي تشترطها المصارف التقليدية والإسلامية للحصول على التمويل.

---

(1) صندوق النقد الدولي (IMF)، **الشمول المالي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في الشرق الأوسط وآسيا الوسطى**، سلسلة دراسات صندوق النقد الدولي، **2019**م، ص1

2. ضعف أو عدم توفر البيانات المالية والتشغيلية لديها، مما يعيق القدرة على تقدير الجدارة الائتمانية للمشروع من قبل المصرف.
3. ليست مهيأة لدخول سوق الأوراق المالية والحصول على التمويل منه، لافتقادها للمتطلبات القانونية والمالية لتسجيلها كشركة، وإدراجها في السوق، مثل اشتراط ميزانيات عن سنوات سابقة، وصافي نسبة ربح محددة.
4. القيود القانونية التي تفرضها السلطات النقدية ممثلة في المصارف المركزية، على المصارف عند وضع السياسة الائتمانية لها، والتدخل في نسب تركيبة محفظتها(الائتمانية)، بالإضافة إلى المعايير والشروط التي تضعها المصارف لمنح الائتمان، وابتعادها عن التمويل المخاطر ما أمكن.

هذه الأسباب وغيرها، حالت دون وصول قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة إلى حاجاتها من التمويل، وأدت إلى معاناتها من قصور واضح في الحصول على خدمات مالية أساسية كافية للنهوض بنشاطاتها والقيام بدور فاعل في الاقتصاد، وفي ظل محدودية القدرة في الحصول على التمويل، وهو ما أشارت إليه مؤسسة التمويل الدولية في أحد تقاريرها بأن" أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يواجهون صعوبات جمة في تسيير أعمالهم وتنفيذ استثماراتهم لزيادة الإنتاجية، والقدرة على المنافسة ودخول أسواق جديدة وتوظيف المزيد من العمال". [(1)]

وعلى سبيل الإشارة والتدليل على ضعف الاهتمام بهذا القطاع في مجتمع البحث، ما ذكره أحد الباحثين من أن عدد المشروعات الصغيرة والمتوسطة في إحدى الدول العربية(الجزائر) بلغ (مليون مشروع) حسب إحصائيات 2016م، إلا أنها رغم ذلك لم تحظى بالاهتمام المطلوب، وتمكن مشكلتها الأساسية في (عدم توفر التمويل الكافي لها)، مما يضطرها إلى الاعتماد على أموالها الخاصة والذاتية كمصدر تمويل داخلي، والتي غالباً ما تكون غير كافية لتغطية مختلف احتياجاتها عبر مراحل نشاطها. [(2)] مما أبقى هذا القطاع الواسع دون مستوى الفاعلية، وعطّل بتعطيله موارد كثيرة.

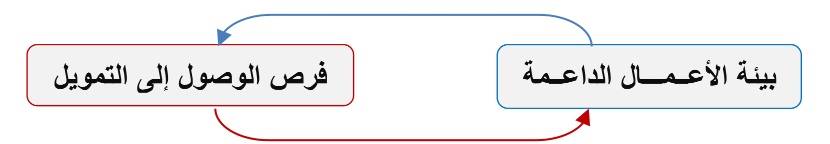
**ثالثاً: متطلبات حل إشكالية ضعف تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة:**

إن التأكيد على أهمية قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة كمساهم أساسي في نمو الناتج المحلي الإجمالي، وخلق فرص العمل وزيادة الصادرات في معظم بلدان العالم المتقدمة منها والنامية. يستوجب أهمية دعم وتطوير هذا القطاع الحيوي، وتعزيز مكانته في خدمة متطلبات التنمية

(1) مؤسسة التمويل الدولية، **دليل المعرفة المصرفية للمؤسسات المتوسطة والصغيرة**، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، **2009**، ص4

(2) عبدالرحمن بن ساعد، وسعاد صابور، **رأس المال المخاطر ودوره في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر..دراسة حالة**، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، المركز الديمقراطي العربي، ألمــانيـــا، العدد الخامس، فبراير **2019م**، ص 10

الاقتصادية والاجتماعية، وتعتمد العلاقة الوثيقة بين النهوض بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة، والنمو الشامل والمستدام في الاقتصاد إلى حد كبير على متطلبين رئيسيين يتمثلان في:




وقد كان مما اقترحه فريق خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الخصوص: أن يتم "*وضع استراتيجيات وسياسات من شأنها تحقيق الشمول المالي*" الذي يضمن وصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة إلى حاجتها من التمويل، من ذلك إطلاق قنوات إضافية بديلة لمصادر التمويل التقليدية السائدة؛ مثل:

1- تطوير أدوات سوق رأس المال لتعبئة المدخرات واستخدامها في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة (مباشرة أو من خلال وسطاء الماليين).

2- إنشاء قاعدة واسعة ومتنوعة من المستثمرين وتطوير سوق رأس المال بوجه أعم.

3- الاهتمام بكفاية أطر البنية التحتية المالية، والأطر القانونية، ووجود أطر تنظيمية ورقابية داعمة للتطوير الآمن لأسواق رأس المال والحفاظ على نزاهتها.

4- توظيف أدوات ووسائل التكنولوجيا المالية في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

5- تنسيق جهود الدعم المقدم من المنظمات الإقليمية والدولية لتعزيز الشمول المالي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة.

وحيث أن البحث معني بدراسة الحلول التي من شأنها النهوض باقتصادات الدول الإسلامية في مجتمع البحث، فإن الباحث يرى حاجة مجتمع الدراسة، إلى علاج الخلل الواقع في توظيف مواردها المالية، وإعادة تدويرها أفقياً على مختلف قطاعات الاقتصاد، والعودة بالتمويل الإسلامي إلى المسار الصحيح الذي من أجله أسست، وهو الدور التنموي وتمكين قطاعات الاقتصاد الحقيقي من الوصول إلى فرص التمويل التي تلبي حاجاتها للانطلاق بفعالية في الاقتصاد.

ويتوافق هذا المطلب من الباحث، ويعزز أهميته، ما انتهى إليه صندوق النقد العربي في تقريره الصادر (2019/9) حول آفاق الاقتصاد العربي بأن "الدول العربية تحتاج إلى المزيد من الاهتمام بإصلاحات الاقتصاد الجزئي التي تشمل كافة السياسات التي تستهدف تقليل التشوهات الاقتصادية، وتحقيق الكفاءة في استخدام الموارد الاقتصادية، سواء فيما يتعلق بإصلاحات سوق العمل أو أسواق المنتجات، حيث تواجه أسواق العمل والمنتجات في عدد من الدول العربية تحديات لزيادة مرونة هذه الأسواق بهدف رفع الكفاءة الاقتصادية، وزيادة مستويات الانتاجية والتنافسية".[1]

(1) تقرير **آفاق الاقتصاد العربي 2019** م، صندوق النقد العربي(AMF)، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، سبتمبر **2019** م، ص16

**الشمول المالي كمطلب لسد الفجوة التمويلية**

أمام هذا الواقع المتمثل في وجود فجوة واسعة بين تراكم ونمو الموارد المالية من جهة، وضعف الأداء الاقتصادي وارتفاع البطالة وعدم توفر التمويل لقطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة من جهة أخرى، ظهر مفهوم " **الشمول المالي**" كمطلب ضروري لإعادة توزيع التمويل بشكل عادل بين مختلف قطاعات الاقتصاد، من أجل تحقيق التنمية المستدامة. ويقصد به:

> " إتاحة واستخدام كافة الخدمات المالية من قبل فئات المجتمع بمؤسساته وأفراده من خلال القنوات الرسمية، بما في ذلك حسابات التوفير المصرفية، وخدمات الدفع والتحويل، والتأمين، والتمويل والائتمان، وابتكار أدوات مالية أكثر ملائمة وبأسعار تنافسية، وحماية حقوق مستهلكي الخدمات المالية وتشجيعهم على إدارة أموالهم ومدخراتهم بشكل سليم...".[1]

ونظراً لأهمية وحيوية قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة والشركات الناشئة وريادة الأعمال، فإن الشمول المالي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة يأتي في صدارة تحديات التنوع الاقتصادي، وتحقيق النمو، وخلق فرص العمل، فتمكينها من حاجتها من التمويل سيكون له دور فاعل وحيوي في تنمية الاقتصاد.[2]

إن دور التمويل في تحقيق العدالة الاجتماعية والاقتصادية تتمثل فيما تمتلكه من مقومات من شأنها تحسين الخدمات المالية وتمكين كل من حُرم منها، وذلك عبر وسائل اقتصادية واجتماعية تضمن تحقيق نمو اقتصاد حقيقـي.

**رابعاً: الدور المرتقب للتمويل الإسلامي في النهوض بقطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة**

إن منظومة منتجات التمويل الإسلامية، بما تمتلكه من تنوع في الأدوات والأساليب، ومرونة وملائمة لمختلف المجالات والآجال، يجعلها جديرة بأن تساهم بشكل فاعل وكبير في دعم وتمويل متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية الشاملة. وهي مرشحة لهذا الدور منذ أن وضع أسسها رواد الصيرفة الإسلامية لتكون منظومة تمويل منتجة.

جاء في الدراسة التي أعدها صندوق النقد العربي(AMF) ونشرت في (مارس 2019) حول سياسات النهوض بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، أن ( قطاع التمويل الإسلامي مرشح لأن يغطي من فجوة تمويل تلك المشروعات بما يتراوح بين 9 إلى 13 مليار دولار تقريباً ).[3]

يعزز هذا الدور المرتقب ما أقره مجلس الخدمات المالية الاسلامية (IFSB ) بماليزيا، في تقريره لسنة 2019م أن "هناك فرص للاستفادة من تنامي سوق التمويل الاسلامي؛ ومن تميز موقع الدول

---

(1) عبدالرحيم البوعناني، **الشمول المالي الرقمي ودعم النمو الاقتصادي المستدام**، المنظمة العربية للصناعة والتعدين، **2019م**، ص3

(2) نفس المصدر، ص 10

(3) صندوق النـــقـــد العربي (AMF)، **سياسات النهوض بالمشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة من خلال زيادة فرص نفاذها في الدول العربية**، موجز سياسات صندوق النقد العربي ، العدد الأول، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس **2019م**، ص1

العربيـة وتصدرها لنشاط التمويل الإسلامي (حيث تستحوذ على 71% من نشاط الصيرفة الاسلامية، و 24% من إصدارات الصكوك على مستوى العالم)[1] في تغطية جانب كبير ومهم من فجوة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، لا سيما في ضوء الطلب الكبير من قبل بعض المشروعات الصغيرة والمتوسطة على منتجات التمويل الإسلامي المتوافقة مع الشريعة بنسبة تتراوح في الدول العربية ما بين 20% إلى 90% من مجمل المشروعات العاملة في هذا القطاع. حيث تشير التقديرات إلى أن التمويل الإسلامي يمكن أن يساهم في سد جانباً مهماً من فجوة تمويل هذا القطاع في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، تقدر بما يتراوح ما بين 8.6 و 13.2 مليار دولار."[2]

**دور أسواق رأس المال في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة:**

جاء ضمن تقرير البنك الدولي(IMF) –مارس 2019م– أنه من خلال دراسته للعديد من التجارب الدولية، اتضح أن أسواق رأس المال يمكنها الاضطلاع بدور كبير في تلبية الاحتياجات التمويلية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، ويمكن أن يكون هذا الدور مباشراً، أو بشكل غير مباشر( وربما يكون أهم في هذه الحالة) من خلال المساعدة في إتاحة التمويل عبر جهات الوساطة المالية التي تمكنت من معالجة التحديات الاقتصادية الجزئية التي ينطوي عليها إقراض الشركات الصغيرة.

وتتضن جهات الوساطة المالية تلك: المصارف التي تجمع الأموال في أسواق رأس المال وقد تتدخل في مختلف المراحل التي تمر بها المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ففي المراحل الأولى من عمر الشركة أو المشروع عندما تتحقق إيرادات بسيطة وتنطوي معلوماتها عن تباينات عديدة، تكون فرصتها في الوصول إلى معظم مصادر التمويل الرسمي محدودة، ويعتمد أصحاب المشروعات على مدخراتهم الخاصة أو رأس المال الأوّلي، ويمكن للشركات المنشأة حديثاً ذات المخاطر المرتفعة التي تتمتع بالإمكانات اللازمة للنمو أن تجذب رأس المال المخاطر والصناديق المتخصصة (مثل حصص الملكية الخاصة)، وعندما تنمو المشروعات الصغيرة والمتوسطة بمرور الوقت ويصبح لها سجل أداء جيدـ قد تصبح مصادر الائتمان كالقروض والتمويلات المصرفية أكثر توافراً، كما يمكن أن يساعد توريق القروض على تعبئة مصادر تمويل جديدة.

وأخيراً،، يمكن للمشروعات الصغيرة والمتوسطة المتطورة أن تصدر سندات أو أسهم من خلال الأسواق غير الرسمية أو أسواق الصرف.[3]

---

(1) تقرير الصناعة المالية الإسلامية **2019** ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY (STABILITY REPORT)، الصادر عن مجلس الخدمات المالية الاسلامية (IFSB )، ماليزيا ، **2019**م، ص5

(2) صندوق النــقــد العربي (AMF) ، **سياسات النهوض بالمشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة من خلال زيادة فرص نفاذها في الدول العربية**، موجز سياسات صندوق النقد العربي ، العدد الأول، مارس **2019**م ، ص5

(3) صندوق النقد الدولي(IMF)، **الشمول المالي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في الشرق الأوسط وآسيا الوسطى**، سلسلة دراسات صندوق النقد الدولي، **2019**م ، ص 21

ويرى الباحث ان المؤسسة التي يتوقع لها القيام بهذا الدور في مجتمع البحث، **صناديق الاستثمار الإسلامية**، وذلك لما حققته من نجاح، وما تمتلكه من مرونة يمكن للمشروعات أن تصل إلى التمويل من خلالها.

## المطلب الثالث:

## دور رأس المال المخاطر في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

**أولاً: مفهوم رأس المال المخاطر:**

يستخدم مصطلح الخطر في الفكر المالي للدلالة على حالة عدم التأكد التي تحيط بالنتائج المستقبلية المتوقعة، فيعرّف الخطر على أنه: "إمكانية خسارة الاستثمار وعدم كسب الأرباح المتوقعة منه"، وتعرف المخـــــــاطرة بمفهومها العام بأنها : "الخسارة المادية المحتملة في الثـــــروة".[1] ومن ذلك سميّ التمويل المجازف (برأس المال المخاطر)، والذي وإن كان قد تعددت تعريفاته، إلا أنها لا تخرج في مجملها عن كونه (وسيلة تمويلية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، التي عادة ما تسعى إلى تطبيق أفكار لمنتجات وتقنيات حديثة لا يتوافر لأصحابها الأموال اللازمة لتمويلها، سواء عند إنشائها أو عند التوسع فيها، وذلك لغرض تحويل هذه الأفكار إلى أنشطة إنتاجية أو تجارية تدر أرباحاً رأسمالية عالية).

فقد عرفته **الجمعية الأوربية لرأس المال المخاطر (EVCA)*** بأنه" كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكيد على استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك هو مصدر الخطر)، أملاً في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبياً حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات"[2]

فالمستثمر الجريء يقبل بالمخاطرة برأس مال كبير، مقابل حصص في رأس مال مشروعات وشركات غير مقيدة ببورصة سوق المال، عادة ما تكون أصولها منخفضة السيولة وترتبط بها مخاطر مرتفعة، فيدخل شريكاً في المشروع، ويتقاسم المخاطر والأرباح مع ملاك المشروع، كما يتميز المستثمر المغامر بأنه لا يقف عند الدعم المالي فقط، بل يقدم أيضاً كل ما لديه من خبرات ومهارات ابداعية من شأنها إنجاح المشروع. وفي مقابل هذه المخاطرة الكبيرة فإن المستثمر يتوقع أن يحقق استثماره الذي يستمر لأجل طويل، على أرباح رأسمالية عالية لا يمكنه تحقيقها في مجالات الاستثمار الأخرى العادية.

---

(1) ينظر: نوفل سمايلي، وفضيلة بوطورة، **إدارة المخاطر في البنوك التجارية**، الطبعة الأولى، دار يافا العلمية للنشر، الأردن، **2019**م، 150 ، 151 .

* الجمعية الأوروبية لرأس المال المغامر (EVCA) European venture capital Association .

(2) نقلا عن: عبد الرحمن بن ساعد، وسعاد صابور، **رأس المال المخاطر ودوره في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.. دراسة حالة،** المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، المركز الديمقراطي العربي، ألمـانيـــا، العدد الخامس، فبراير **2019** م ، ص 17

**ثانياً: خصائص رأس المال المخاطر:**

يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل (إنشاء) مشروعات صغيرة ومتوسطة جديدة، أو تمويل(التوسع) في مشروعات قائمة، أو (لإعادة هيكلة) شركات قائمة، أو لتمويل (عمليات التعثر) المالي، وكل هذه الحالات غالباً ما تكون المخاطر فيها مرتفعة، ولكن في المقابل يكون العائد المتوقع منها يكون كبيراً، ويمكن تلخيص أهم خصائص رأس المال المخاطر بما يلي:

1. أنه تمويل مختلف عن مصادر التمويل المعتادة، ففي حين ينظر الممول التقليدي إلى السجل السابق للنشاط المشروع، ينظر الممول برأس المال المخاطر إلى مستقبل نشاط المشروع واستراتيجياته وأهدافه، وليس إلى ماضيه.
2. أنه تمويل على درجة عالية من المخاطر وفي الوقت نفسه هو تمويل واعد بأرباح رأسمالية عالية، حيث تصل درجة المخاطرة إلى تَوَقُع أن يخسر المستثمر رأس ماله إذا فشل المشروع، وفي المقابل فإن العائد المتوقع من استثماره هو عائد رأسمالي كبير مصدره فرص النمو والتوسع الواعدة بنجاح المشروع، وتعاظم أرباحه.
3. غالباً ما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروعات لها أسواق واعدة بالنمو والتوسع، ومن ثم نمو أرباحها، مثل مشروعات ريادة الأعمال التي تقوم على أفكار ريادية أو مبتكرات علمية أو تكنولوجية، ولكن لا يتوفر لها التمويل.
4. يدخل رأس المال المخاطر كشريك بحصة في ملكية رأس مال المشروع الممول. غير أنه لا يهدف إلى الاستحواذ على المشروعات والتملك الكلي لرأسمالها. بل الهدف من دعمها أن تحقق نقلة نوعية مستهدفة، ثم ينسحب منها.
5. لا يعتمد على الفائدة كما في التمويل بالقروض التقليدية، مما يعد ميزة وتمويل غير مكلف بالنسبة للمشروع، حيث يدخل رأس المال المخاطر كشريك ممول، مقابل حصة رأس المال وشريك في نتائج أعمال المشروع من ربح وخسارة، مما يعفي المشروع من أعباء وتكلفة التمويل التقليدي.
6. يعتبر تمويل طويل الأجل إذ تتراوح مدة مشاركة رأس المال المخاطر في المشروع عادة من 3 إلى 7 سنوات، بغض النظر عن حجم المشروع الذي يتم تمويله.
7. يتميز بأنه تمويل مؤقت وغير مرتبط بعمر المشروع، حيث ينتهي بانتهاء الأفق الزمني المتفق عليه مسبقاً مع صاحب المشروع.
8. في نهاية أجل التمويل يسترد المستثمر أمواله من خلال بيع حصص رأس المال المخاطر، بعدما يكون المشروع قد نجح في توليد تدفقات نقدية وتحقيق عوائد مالية تمكنه من تغطية حصص رأس المال المستثمر فيه، أو عن طريق بيعها لغير ملاك المشروع.

9. يتم تحصيل العائد على رأس المال المخاطر عند خروجه من المشروع، فيحصل المستثمر على أصل رأس ماله بالاضافة إلى العائد الرأسمالي المتوقع، وهو العائد الأساسي المستهدف من الاستثمار.
10. يتميز استثمار رأس المال المخاطر بأنه لا يقتصر على تقديم التمويل فقط، بل يقدم الدعم الفني والاستشاري أيضاً، إذ يقوم المستثمر برأس المال المخاطر بالإحاطة بإمكانات إدارة المشروع، ويقدم النصح والإرشاد لها، بل وقد يدعمها في توظيف كوادر كفؤة ومؤهلة في مجال المشروع.
11. نظراً للمخاطرة العالية التي تحيط برأس مال المستثمر الجريء، فإن ذلك يعطي له الحق في المتابعة والتوجيه والتدخل إن لزم الأمر، لضمان قدرة إدارة المشروع على تنفيذ البرنامج التمويلي برأس المال المخاطر وفق الخطة المرسومة لها. .[1]

**ثالثاً: أهمية رأس المال المخاطر وأهم مؤسساته :**

يعتبر رأس المال المخاطر أحد أهم آليات التي من خلالها تحصل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والشركات الناشئة على حاجتها من التمويل اللازم لانطلاقها وتوسعها، وذلك بسبب افتقادها لمتطلبات الحصول على التمويل من المصارف ومؤسسات التمويل الأخرى.

" وقد أدى رأس المال المخاطر دوراً مهماً في تنمية القطاعات الاقتصادية، لاسيما في قطاع الشركات الناشئة في قطاع التكنولوجيا، فعلى سبيل المثال كان رأس المال المخاطر سبباً في تأسيس وإطلاق شركات صغيرة ودعمها حتى نمت وتطورت وصارت من الشركات العملاقة، مثل: (Intel, apple, Microsoft ...)وغيرها، فكل شركة من هذه الشركات اعتمدت على رأس المال المخاطر، وأصبحت في حدود 10 سنوات تقريبا من انطلاقتها شركة عملاقة". [2] ينظر الشكل رقم(2).

ويعود هذا التأثير لرأس المال المخاطر إلى أن شركات رأس المال المخاطر هي الجهة الوحيدة التي تقبل بالمخاطرة بتمويل مشروعات ناشئة أو متعثرة، بدءً من مرحلة التأسيس والإطلاق إلى التوسع والنمو، وهذا هو الفارق المميز لرأس المال المخاطر عن بقية مصادر التمويل، حيث أنه يقدم ما يحجم الأخرون عن تقديمه لهذه المشاريع.

(1) ينظر: سامي عبدالباقي، **دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر**، الطبعة الأولى، الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، **2010**م، ص 12 – 15
(2) عدنان عبدالله عويضة، **نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي.. دراسة تأصيلية تطبيقية**، الطبعة الأولى، منشورات المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة، **2010**م، ص 187

جدول (2) أمثلة لمساهمة رأس المال المخاطر في توفير فرص عمل جديدة بالولايات المتحدة الأمريكية

| الشركة | عدد العاملين عند الطرح | | عدد العاملين نهاية 2008م |
|---|---|---|---|
| Ebuy | 138 | 1998م | 15,500 عامل |
| Intel | 460 | 1981 م | 76,300 |
| Apple | 1,015 | 1980م | 35,100 |
| Microsoft | 1,153 | 1986 م | 91,000 |
| Google | 3,021 | 2004 م | 16,705 |

المصدر: محمد سعد الناصر، نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، منشورات كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، السعودية، 2012م،ص42

فهذه أمثلة لمشروعات صغيرة ومتوسطة، حظيت بدعم وتمويل رأس المال المخاطر، فحققت النمو والتوسع حتى تحولت إلى شركات عالمية كبرى. ويظهر الجدول حجم المساهمة الكبيرة والفاعلة في توظيف المورد البشري، وإيجاد فرص عمل لشرائح واسعة، وهو ما يؤكد أهمية وحيوية دور قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال في تحقيق التنمية المستدامة المنشودة.

أ- المشروعات التي تجتذب رأس المال المخاطر:

كل مشروع صغير أو متوسط، أو مشروع فكرة ريادية يمثل نشاطه فرصة واعدة بالنمو والتوسع، وتحقيق الأرباح، هو مشروع محفز ومستقطب لرأس المال المخاطر، ومن أمثلتها مشروعات تقنيات الاتصال وتبادل المعلومات التي تنشط في مجال الثورة الرقمية، وقطاع صناعة الأجهزة الطبية باعتبارها مشروعات واعدة بالتوسع المستمر، وقطاع صناعة الأجهزة الالكترونية وغيرها من المشروعات التي تقوم على تقديم منتج، أو خدمة، أو آلة، أو منتج برمجي -مبتكر- بالنسبة إلى المجتمع الذي تنشط فيه، والذي يختلف حسب طبيعة وتطور البيئة الاقتصادية.

ب- المؤسسات التي تنشط في مجال رأس المال المخاطر:

من أبرز المؤسسات التي يمكن أن تلعب دوراً مهماً في مجال رأس المال المخاطر (المؤسسات والهيئات العامة، المجموعات الصناعية الكبرى، الشركات الكبرى، صناديق المعاشات والتأمين، المصارف المحلية والاجنبية ...وغيرها).

ففي أوروبا وأمريكا تعتبر هذه المؤسسات هي اللاعبين الأساسيين في دعم النشاط الاقتصادي برأس المال المخاطر، ففي فرنسا تعتبر المصارف هي المستثمر الأول في هذا المجال، وفي بريطانيا تتصدر صناديق المعاشات قائمة مصادر التمويل برأس المال المخاطر، أما في أمريكا فإن أغلب المستثمرين برأس المال المخاطر هم مستثمرين نظاميين وليسوا أفراد، كصناديق المعاشات وشركات التأمين، وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أكبر سوق لرأس المال المخاطر، ويمثل 50٪ من إجمالي

التمويل المخاطر عالميا. بينما في كندا فإن الغالب أن المستثمرون برأس المال المخاطر هم مستثمرون أفراد كرجال الأعمال والمستثمرون الصغار. (1)

## المبحث الثاني: نموذج تمويلي مقترح لصندوق استثمار إسلامي مُخاطر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

### المطلب الأول: دواعي طرح فكرة النموذج التمويلي المقترح:

انطلاقاً من اهتمام الباحث بموضوع تفعيل الدوري التنموي للتمويل الإسلامي، واستناداً إلى جملة المؤشرات التي تم تناولها في المبحث الأول، والتي عكست مشكلة ضعف الأداء الاقتصادي للدول الإسلامية العربية، وارتفاع معدل البطالة وتعطّل قوة مهمة وفاعلة في موردها البشري، وتباطؤها على مسيرة التنمية الاقتصادية والاجتماعية المنشودة، رغم امتلاكها للموارد المالية الكافية للنهوض باقتصاداتها. وإلى مؤشرات النمو المتزايد لأصول قطاع التمويل الإسلامي في مجتمع الدراسة، والذي يعزز فرضية وجود خلل وقصور في توظيف الموارد المالية لمجتمع البحث بما يخدم متطلبات التنمية المستدامة، وخاصة الفجوة الكبيرة التي حالت دون وصول التمويل إلى قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، والتي كان من أسبابها ضعف البرامج التنموية، وعزوف المصارف ومؤسسات التمويل الرسمية عن تمويلها، بسبب طبيعة المخاطر العالية التي تحيط بنشاط هذه المشروعات؛ رغم أهميتها.

**لذلك يرى الباحث**، أنه أمام هذا الواقع الذي استمر فيه عزوف المصارف ومؤسسات التمويل عن تمكين قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة من الوصول إلى حاجتها من التمويل، ينبغي الاتجاه إلى تبني تقنية (التمويل برأس المال المُخاطر) كاستراتيجية بديلة خارج قنوات التمويل الرسمي السائدة، لتوفير التمويل اللازم لدعم هذا القطاع الحيوي، وأيضاً لتناسبه وملاءمته مع طبيعة مخاطر هذه المشروعات، وتوفير متطلبات نشاط رأس المال المخاطر، وذلك في إطار ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية، خاصة أن التمويل المخاطر يتفق تماماً مع فلسفة التمويل الإسلامي الذي يركز على دائرة الاقتصاد الحقيقي.

### المطلب الثاني: فكرة النموذج المتقرح ومقومات نجاحه

#### أولاً: فكرة النموذج التمويلي

تتمثل فكرة المقترح في وضع تصور لنموذج تمويلي يؤسَس على فكرة الربط بين **رأس المال المخاطر**، وبين **صندوق استثمار إسلامي**، يقوم على مبدأ (الاستثمار المشترك) بين أصحاب رؤوس

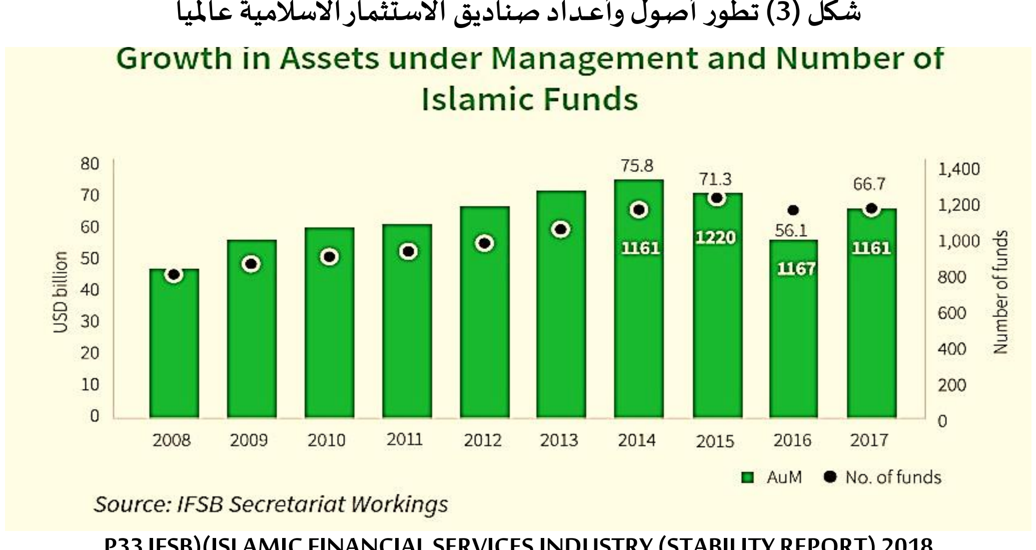
(1) ينظر: سامي عبدالباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، مصدر سبق ذكره ، ص 12– 15.

المال الجريء (المُخاطر)، ثم توجيه رأس المال عبر الصندوق الاستثماري لدعم وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال الواعدة بالنمو، وذلك باعتبار أهمية الأول في تمويل المشروعات، وملائمة صناديق الاستثمار الاسلامي لخدمة أهداف الطرفين، بتعظيم الأرباح وتخفيض المخاطر للمستثمرين. وتوفير التمويل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة؛ باعتبارها تمثل قطاعاً حيوياً يؤثر نموه وازدهاره – بشكل فاعل– في خدمة متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية المنشودة في مختلف البلدان، وبالأخص بلداننا العربية والإسلامية النامية التي بدأت تشهد اهتماماً متزايداً بهذا القطاع على مستوى الحكومات وعلى مستوى الهيئات الإقليمية كصندوق النقد العربي مثلاً.

واختيار صناديق الاستثمار، كبديل تمويلي للمصارف وقنوات التمويل الرسمية، لما تمتاز به من سهولة في التأسيس ومرونة في التكيف مع مختلف بيئات الأعمال، بالإضافة إلى كونها من أنجح مؤسسات الاستثمار حتى في الدول المتقدمة باعتبارها السبّاقة في تأسيس وتفعيل صناديق الاستثمار الاسلامية، وهو ما شجع صنّاع المالية الإسلامية إلى تبنيها وإنشائها، فظهرت الصناديق الاسلامية وأخذت بالانتشار والتنامي، ونجحت في استقطاب وإدارة قطاع كبير من المدخرات منافسة بذلك المصارف الإسلامية، بفضل جاذبية فكرة (الاستثمار المشترك) القائم على استراتيجية نظرية المحفظة الاستثمارية، التي تستهدف بالتنويع تعظيم العوائد وتبديد المخاطر.

ومن المؤشرات الدالة على نجاح صناديق الاستثمار الاسلامية، حجم التطور الملحوظ والنمو المتزايد في أصولها وأعدادها، حيث بلغ عددها ( **1292 صندوقاً**) حسب إحصاءات نهاية 2018م وتدير أصولاً قدّرت بـ **67.4 مليار دولار** أمريكي.[1] مقارنة بـ 700 صندوق إسلامي في 2008م. وهو ما يعزز ملائمتها في استقطاب وإدارة الموارد المالية للبلدان، وإعادة ضخها في الاقتصاد.

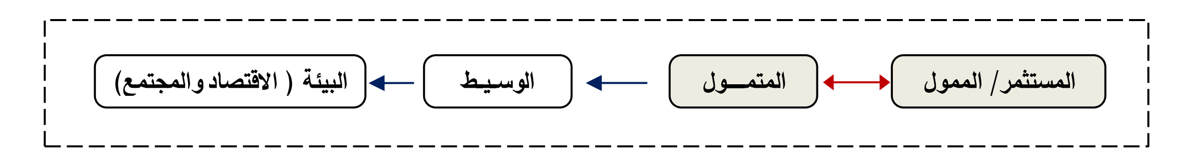
**شكل (3) تطور أصول وأعداد صناديق الاستثمار الاسلامية عالميا**




,P33 IFSB)(ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY (STABILITY REPORT) 2018,

(1) تقرير الصناعة المالية الإسلامية **2019** ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY (STABILITY REPORT)، الصادر عن مجلس الخدمات المالية الاسلامية (IFSB )، ماليزيا ، **2019**م، ص 5

من هذا المنطلق، كان النموذج التمويلي المتصور يقوم على إنشاء **صندوق استثمار إسلامي مُخاطـر**، كوعاء يجمع رؤوس أموال مغامرة؛ ثم من خلاله يتم توجيهها كتمويل طويل الأجل( في حدود تمتد إلى 7 سنوات)، إلى مجموعة واسعة من المشروعات الصغيرة والمتوسطة وأعمال الريادة والشركات الناشئة الواعدة بالنجاح والنمو، تحت إشراف هيئة رسمية راعية، وتوجيه إدارة متخصصة في إدارة الأموال والاستثمار في المحافظ الاستثمارية، وباستخدام أدوات التمويل الإسلامية من الصكوك والتمويل المباشر لهذه المشروعات. بحيث يتم من خلال هذه الاستراتيجية(صندوق الاستثمار المشترك) تحقيق الاستغلال الأمثل الذي يضمن تحقيق أهداف الأطراف ذات العلاقة: المستثمر الممول، والمتمول، ويمتد أثرها إلى الوسيط، والبيئة (الاقتصاد والمجتمع).

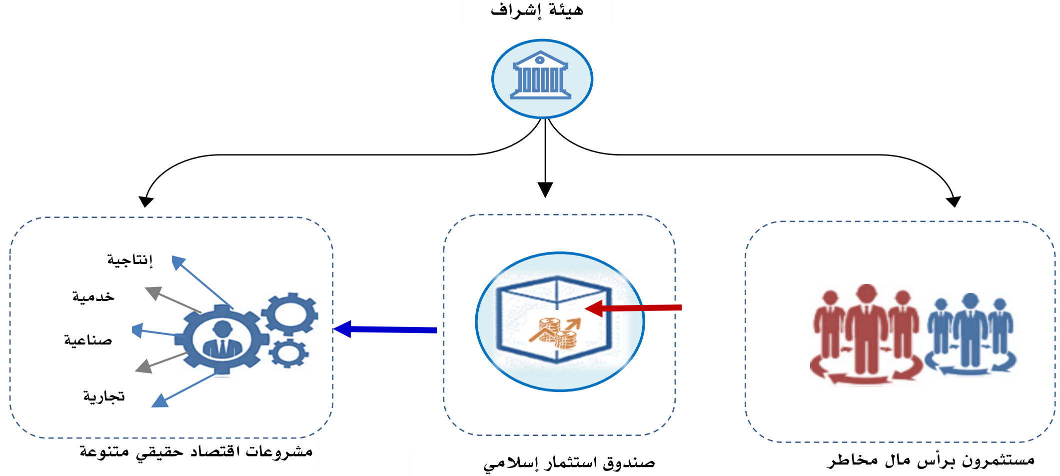



### ثانياً: مقومات تفعيل النموذج المقترح

هناك العديد من المقومات التي من شأنها تفعيل استراتيجية التمويل برأس المال المخاطر، وهذه المقومات تمتد لتشمل كل البيئة التي سيعمل فها هذا التوجه، بدءً من مدى توفر إرادة سياسية واقتصادية لتشجيعه وتعزيز دوره، وانتهاء بثقافة المجتمع في العمل والمنافسة والاستثمار، غير أن من أهم المقومات الأساسية لتفعيل فكرة النموذج، ما يلي:

- هيئة أو جهاز حكومي يتبنى دعم وتشجيع النموذج والاشراف على تفعيله بالتعاون مع الأجهزة الرسمية في الدولة.
- بيئة قانونية وتشريعية تدعم إنجاح الفكرة تزيل العقبات التي تعترض قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتراعي خصوصيتها.
- مستثمرون جريؤون، أو مغامرون يدركون متطلبات وأبعاد الاستثمار برأس المال المخاطر .
- رواد أعمال وأصحاب مشروعات صغيرة ومتوسطة واعون بماهية وأهمية رأس المال المخاطر في تلبية حاجاتهم.
- صندوق استثمار إسلامي لإدارة رأس المال المخاطر واستثماره في المشروعات الصغيرة والمتوسطة المستهدفة.






## المطلب الثالث: الإطار العــام لتطبيق النموذج

يمكن تصور الإطار العام لآلية تطبيق وتفعيل النموذج التمويلي بالخطوات التالية:

### أولاً: مرحلة التهيئة والاختيـــار:

ينبغـي أن تكون المبادرة لتبني وتفعيل التمويل برأس المال المخاطر، من الهيئات الرسمية في الدولة (هيئة، إدارة، جهاز...الخ)، وبالأخص الهيئات المناط بها خدمة متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية، بحيث تبادر إلى تبني سياسة تشجيع رأس المال المخاطر في الاقتصاد، وتعمل على تهيئة متطلبات إنجاح هذا التوجه التنموي، بالتنسيق والتعاون مع المنظمات والهيئات المحلية الأخرى، أو مع الهيئات ذات العلاقة لدى دول أخرى، والهيئات والمنظمات الإقليمية، كالتي أطلقتها الحكومات العربية والاسلامية مؤخراً لدعم وتشجيع وتطوير قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، أو برامج الهيئات الدولية المهتمة بذات الشأن.

ويمكن تأطير آلية تفعيل النموذج من قبل الهيئة، التي ستتولى التنسيق، والتنظيم ، والتوجيه، والرقابة، على البرنامج من خلال جملة من الخطوات كالتالي:

1. تبدأ الهيئة **بالتنسيق بين الجهات التشريعية لوضع الأُطـر القانونية والتشريعية** لتنظيم تقنية التمويل برأس المال المُخاطر.
2. تنسق الهيئة مع **السلطات المالية والنقدية وهيئة سوق المال والوزارات ذات العلاقة بشئون التنمية** والأداء الاقتصادي كوزارات الصناعة والاقتصاد والمالية، لتوفير وتنظيم متطلبات تشجيع رأس المال المخاطر، ومتطلبات إنشاء المؤسسات المالية كصناديق الاستثمار، وإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، في حالة لم تكن موجودة.
3. تقوم الهيئة **بالتنسيق مع غرف التجارة والصناعة بعمل دراسة استطلاعية لتسجيل وحصر ودراسة المشروعات** القائمة وخطط المشروعات المرتقبة، فتدرس واقع المشروعات الصغيرة والمتوسطة القائمة، من حيث إمكاناتها، ونجاحاتها، وفرص نموها، وطبيعة وآفاق

المشروعات الريادية المرتقبة، وتستخلص منها أهم المشروعات الواعدة بالنمو والتوسع إذا توفر لها التمويل اللازم.

4. كذلك، تقوم **بالتنسيق مع غرفة التجارة والصناعة فيما يخص تبسيط إجراءات التراخيص ومنح إذن المزاولة** للمشروعات الصغيرة والمتوسطة لتشجيعها على الدخول في القطاع الرسمي، وتوفير مستلزمات التسجيل كمؤسسات اقتصادية.

5. تقوم الهيئة باعتبارها المشرف الأعلى والراعي لتطبيق النموذج التمويلي، **بالتنسيق مع أصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة ورواد الأعمال** أصحاب المبادرات الجديدة، وتطرح عليهم فكرة البرنامج التمويلي وآليته، وتطلعهم على استراتيجية التمويل برأس المال المخاطر، الذي يمنحهم **التمويل المالي والدعم الفني** بالخبرة والتوجيه والإرشاد معاً لإنجاح مشروعاتهم، ولفترة تلائم طبيعة مشروعاتهم وتلبي حاجاتهم لتمويل مرحلة التأسيس والانطلاق إذا كان المشروع ناشئ أو ريادي، أو لتمويل مرحلة التوسع والنمو إذا كان المشروع قائماً، لأن التمويل يستمر في حدود 3 إلى 7 سنوات حسب حاجة المشروع، بعدها يخرج رأس المال المخاطر من المشروع.

6. تعمل الهيئة على **التنسيق مع المستثمرين أصحاب رأس المال الجريء(المخاطر)** من (كبار رجال الأعمال، وشركات رأس المال المخاطر، الباحثين عن فرص استثمارية واعدة بأرباح رأسمالية عالية، وكذلك الهيئات المهتمة بتمويل التنمية أو بتشجيع قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال، وغيرهم) واطلاعهم على المشروعات الصغيرة والمتوسطة المؤهلة للتوسع والنمو، والشركات الناشئة والأسواق المرتقبة لنشاطها، ورواد الأعمال ممن لديهم أفكار مبتكرة ويبحثون عمن يمول مشروعات أفكارهم، والتنسيق معهم لتنفيذ برنامج توجيه رأس المال المخاطر إلى هذه المشروعات، من خلال قناة (استثمار مشترك فيما بينهم) تتمثل في صندوق استثمار(**خاص ومغلق**)، والذي سيقوم على تكوين محفظة استثمارية تضم مشروعات مختلفة الخصائص متنوعة المجالات، وهو ما سيزيد من فرص تحقيقهم لمكاسب أعلى مما لو كانت استثماراتهم منفردة، وستخفض الخسائر إلى أدنى مستوى ممكن، ويقل بلا شك عن مستوى ما يواجهه كل مستثمر مخاطر منفرداً.

7. تعمل الهيئة بعد **التنسيق بينها وبين المستثمرين أصحاب رأس المال المخاطر، وبين أصحاب المشروعات المستهدفة بالتمويل**، بعد تحديد الاحتياجات وخطط التمويل، **بوضع اتفاقية الاستثمار**، أو بتوكيل هيئة متخصصة للقيام بذلك، بحيث تتضمن الاتفاقية شروط أصحاب رأس المال المخاطر وحدود تدخلهم في المشروعات الممولة، وحصصهم من الأرباح، وكذلك شروط أصحاب المشروعات للانضمام إلى البرنامج التمويلي.

8. وفي مراحل متقدمة من تنفيذ البرنامج، وتلقي المشروعات للدعم والتمويل، يبقى على الهيئة **التنسيق مع سوق المال في وضع آلية تراعي خصوصية هذه المشروعات في الدخول للسوق وإدراج أسهمها**، وقد خطت هذه الخطوة جمهورية مصر العربية، حين افتتحت بورصة خاصة بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة، وهي خطوة متقدمة للانتقال بهذه المشروعات إلى مرحلة يصبح بإمكانها الحصول بدء الحصول على التمويل من السوق أو من المصارف.

**ثانياً: مرحلة التنفيذ وتأسيس الصندوق الاستثماري:**

1- بناء على نتائج دراسات مرحلة التهيئة والاختيار، وتحديد المشروعات المستهدفة، وتقدير حاجتها من التمويل، والذي يمثل رأس المال المخاطر المطلوب توفيره، وهو (رأس مال صندوق استثمار إسلامي مخاطر)، الذي يتم تجزئته إلى صكوك متساوية تمثل (وثائق الاستثمار بالصندوق) ، وحملتها هم المستمرين برأس المال المخاطر.

2- تقوم الهيئة المشرفة على البرنامج بوضع التصور والهيكل التنظيمي للصندوق، ودراسة المسائل القانونية، والإجرائية، والتنظيمية، لتأسيس الصندوق، وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب فيه، وتضمينها كافة التفاصيل من حيث مكونات المحفظة وآليات التمويل والاستثمار وتوزيع نتائج أعمال الصندوق، وانتهاءًا بتصفية الصندوق بعد خروج رأس المال المخاطر من المشروعات الممولة، وفق البرنامج المخطط. ومن حيث الشروط وحقوق والتزامات الأطراف ذات العلاقة بالصندوق، وكل ذلك في إطار ضوابط الشريعة الإسلامية.

3- يصمم الصندوق في شكل (صندوق مغلق خاص- ذو أجل محدد)، حيث يحدد له رأس مال ثابت بطرح للاكتتاب، ويكون للصندوق أجل محدد، مع إمكانية أن تدرج وثائقه الاستثمارية للتداول في البورصة .

4- بعد ذلك يتم تأسيس الصندوق الاستثماري، وتطرح وثائقه للاكتتاب الخاص، على اعتبار أن المكتتبون فيه هم مستثمرون محددون مسبقاً، وهم (المستثمرون المغامرون) مثل: بعض كبار رجال الأعمال، وشركات التمويل المخاطر، والهيئات والأجهزة الرسمية في الدولة ذات التوجه التنموي، أو تلك المعنية بدعم وتطوير قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

5- يمكن للهيئة (مؤسس الصندوق) أن تنضم إلى الصندوق كشريك مستثمر، وذلك بعد موافقة أرباب المال.

6- تأخذ وثائق الصندوق، صيغة(صكوك الوكالة بالاستثمار)، وهي وثائق مشاركة بين المستثمرين تثبت ملكيتهم لحصص في رأس المال المستثمر في المشروعات المستهدفة، وتدار على أساس الوكالة بالاستثمار.



7- تقوم الهيئة -وبالتنسيق مع المستثمرون إن كان من بينهم ذوو دراية بإدارة الاستثمارات- بتعيين(مدير للصندوق) ليتولى إدارة الأموال المستثمرة، فيعتبر هو(الوكيل بالاستثمار)، والمكتتبون فيه هم(الموكِلون)، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكَل في استثماره، ويملك المستثمرون حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.

8- كما يتم تعيين(مستشار للاستثمار)، والذي يكون مؤسسة ذات خبرة ودراية في مجالات محافظ الاستثمار والاستثمار المخاطر، ليقدم الخبرة والمشورة لمدير الصندوق.

9- تقوم الهيئة المشرفة على البرنامج باختيار وتكليف (هيئة شرعية للصندوق) تتولى أعمال الرقابة والمتابعة المطلوبة لضمان توفر الالتزام الشرعي لكافة أعمال الصندوق، بدءاً من التأسيس وانتهاء بتوزيع نتائج الأعمال وتصفية الصندوق.

10- بحكم تنوع المشروعات المستهدفة بالبرنامج التمويلي، واختلاف حاجتها إلى التمويل، والذي بانقضائها – أي الحاجة إلى التمويل- يحين موعد خروج رأس المال المخاطر من المشروع ، وبالتالي يتولى مدير الصندوق تصفية الاستثمار في هذا المشروع حسب الالية المتفق عليها، ويعيد استثمار رأس المال المسترد في محفظة الصندوق، طالما كان هناك فرصة لاستثماره.

**ثالثاً: تنظيم العلاقة بين أطـــراف الصندوق المقترح:**

1- **مؤسس الصندوق**: ويتمثل في (الهيئة المشرفة) على البرنامج التمويلي للمشروعات المستهدفة برأس المال المخاطر. وهي المعنية بالتنسيق بين جميع الجهات والهيئات ذات العلاقة بتنفيذ البرنامج، والمسؤولة أمام المستثمرون فيما يتعلق بالبرنامج.

2- **مدير الصندوق**: وهو مؤسسة متخصصة وذات خبرة ودراية في إدارة الاستثمارات، يكلفها مؤسس الصندوق، ومهمته الأساسية توظيف أموال الصندوق بما يحقق أهدف المستثمرين فيه، وحسب شروط وأهداف الاستثمار بنشرة الصندوق، ويتحمل المسؤولية كاملة تجاه المستثمرين وهيئة الإشراف والرقابة على برنامج الاستثمار.

3- **المستثمـرون**: هم أصحاب رأس المال المخاطر، المكتتبون في الصندوق، وتنتظم علاقتهم بالصندوق عن طريق مدير الاستثمار، ومع أن الغالب والأعم أن تكيف العلاقة بين المستثمرين ومدير الصندوق، بعقد المضاربة الشرعية.

غير أن الباحث يقترح في ظل خصوصية نوع المستثمرون بالصندوق، وهم المستثمرون برأس المال المخاطر، يقترح أن تنعقد العلاقة بينهما على أساس( **عقد الوكالة بالاستثمار مع شرط الرجوع للموكل**). وذلك لملائمته لاستراتيجية الاستثمار برأس المال المخاطر.

حيث "*تختلف* الوكالة بالاستثمار عن المضاربة، بانتفاء مخاطر المدير(الوكيل)، بخلاف المضارب، وباستحقاق الموكِل جميع الربح دون ما يقدمه الوكيل من عمولة يستحقها سواء ربح الاستثمار أوخسر، كما تختلف الوكالة بالاستثمار في إمكانية تدخل الموكِل في القرار الاستثماري، لأن من صورها(الوكالة بشرط الرجوع) التي تقتضي الرجوع إلى الموكِل قبل كل عمل يقدم عليه الوكيل". [1] وبناء عليه يكون مدير الصندوق وكيلاً عن المستثمرين في استثمار أموالهم، مع شرطهم المتابعة واستشارتهم .

4- **مستشار الصندوق**: وهو جهة استشارية ذات خبرة ودراية بمجالات الاستثمار والتحليل المالي، يختارها مدير الصندوق، لمساعدته كمستشار في إدارة محفظة الصندوق واستثماراته بكفاءة عالية، وبالشكل الذي يحقق أهداف الصندوق. مع إمكانية أن يكون ضمن الهيئة الاستشارية للصندوق من تتوفر لديهم الخبرة من المستثمرون فيه، خاصة إن توفرت فيهم الخبرة بحكم تجاربهم السابقة في تبني ودعم مشروعات واعدة أو ريادية، وذلك لضمان أن يقدم مدير الصندوق الخبرة والتوجيه والارشاد بالتوازي مع تقديم التمويل لهذه المشروعات، كما هو متعارف عليه عند الاستثمار برأس المال المخاطر.

5- **المتمولـــون**: وهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال المستهدفة بالبرنامج التمويلي للصندوق المخاطر، والتي تمثل مجتمعة محفظة الصندوق. ويرتبطون بالصندوق عن طريق مدير الاستثمار المكلف بإدارة رأس المال المخاطر، وتوجيهه إلى المشروعات في شكل تمويلات وفق شروط البرنامج التمويلي المحددة في نشرة الاكتتاب.

6- **هيئة الرقابة الشرعية**: وهي هيئة مختصة، يُعهد إليها القيام بفحص ومراقبة كافة نماذج ومستندات وخطط العمل والعقود القانونية منذ تصميم برنامج الصندوق، ووضع الآليات التي ستنتظم فيها عمليات الصندوق، والعقود المنظمة للتعاملات والعلاقات بين أطراف الصندوق وإبداء رأيها وتوجيهاتها بما يضمن مراعاة ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية في كافة أعمال الصندوق، وعلى عاتقها تقع مهمة الرقابة -السابقة والدورية واللاحقة- وتقرير مدى السلامة الشرعية لأعمال الصندوق.

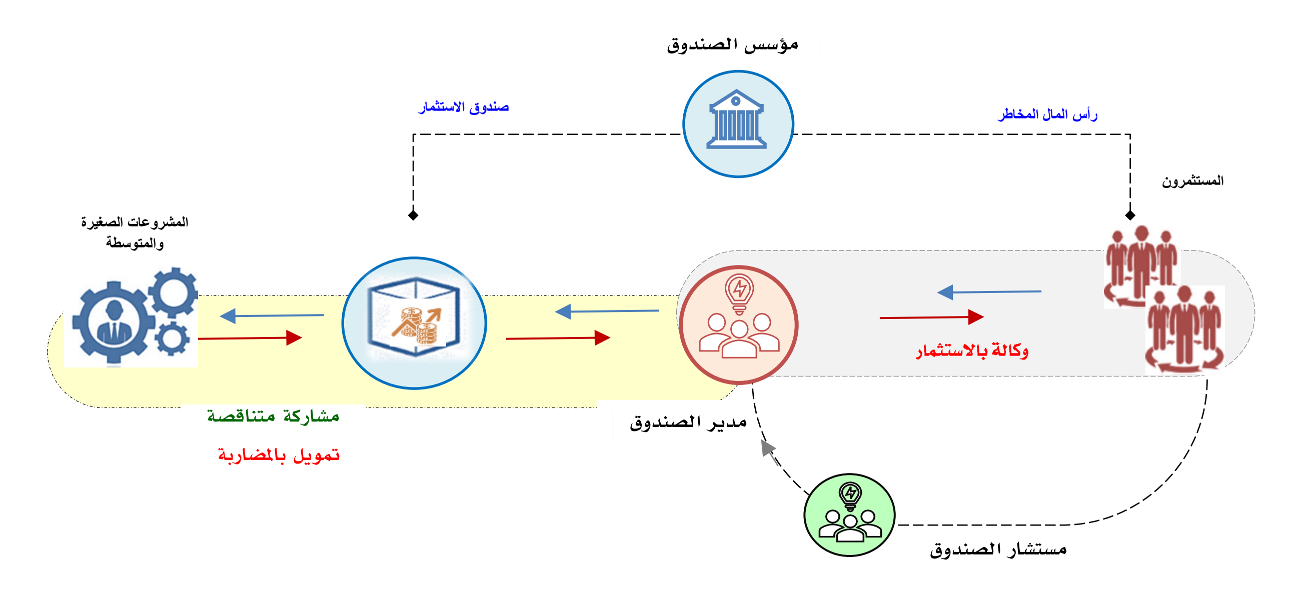
**وبالإضافة إلى هذه الأطراف التي يرتبط بها الصندوق، قد تكون هناك أطراف أخرى يقتضي تطبيق البرنامج التمويلي تفاعلها، وقيامها بأدوار مساندة، مثل أمين الصندوق.**

وفي المقابل، يختلف تصور الصندوق المقترح عن صناديق الاستثمار العادية، بحكم خصوصية المستثمرون فيه، في أنه لا يحتاج إلى وجود بعض الأطراف التي عادة يتطلبها

(1) عبدالستار أبوغدة، ، **الوكالة بالاستثمار تأصيلها وتطبيقها**، بحوث ندوة البركة الرابعة والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، 16و17 يوليو **2013**م، السعودية، ص331

نشاط الصناديق الاستثمارية، مثل: ( المتعهد بالتغطية- متعهد بالشراء- وكيل البيع- وكيل التسويق ) لأن المكتتبون في الصندوق فئة خاصة من المستثمرون، وليس جمهور عام.

شكل (4) نموذج صندوق استثمار إسلامي مخاطر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة




**المطلب الرابع: استراتيجيات التمويل الاسلامي المخاطر المقترح**

بعد إطلاق الصندوق، تبدأ مرحلة الاستثمار في المشروعات المستهدفة، وفقاً لاستراتيجية رأس المال المخاطر لتمويل المشروع خلال أي مرحلة من مراحل دورة حياته، وكما يلي: [1]

1. **مرحلة التمويل الأوّلي: تمويل دراسات الجدوى وتأسيس المشروع**: حيث يوظف رأس المال المخاطر في هذه المرحلة لتمويل أعمال الدراسات والأبحاث المتعلقة بجدوى تأسيس المشروع والسوق المرتقب لمنتجاته وآفاق توسيع نشاطه، ثم إن أظهرت الدراسات جدوى المشروع ؛ يواصل رأس المال المخاطر دعمه، بتمويل تكاليف تأسيس المشروع وانطلاقه في ممارسة نشاطه، لأن أصحاب المشروع في هذه المرحلة الأولية لا يمكنهم الحصول على التمويل أو الاقتراض من المصارف لأنهم لا يمتلكون الأصول الكافية كضمانات للحصول على تمويل، كما أنهم غير مهيئين للحصول على تمويل من سوق الأوراق المالية لعدم توفر شروط الطرح للاكتتاب العام في المشروعات الصغيرة والمتوسطة، سواء لعوائق قانونية أو لارتفاع تكلفة أعمال الاكتتاب واحتمالية فشله.
2. **مرحلة تمويل التوسع: تمويل عمليات التوسع في أنشطة المشروع**: وهذه المرحلة تكون في مشروعات قائمة، حيث يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل خطة التوسع في أنشطة مشروعات

(1) ينظر: سامي عبدالباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، مصدر سبق ذكره، ص16

قائمة ثبت نجاح منتجاتها ولها أسواق واعدة بتحقيق أرباح مجزية، لكنها تحتاج إلى أن تتكلف مبالغ ضخمة للانتقال إلى مرحلة النمو وتوسيع أسواق خدماتها أو منتجاتها، وهو ما يتولى رأس المال المخاطر تغطيته مقابل حصص في ملكية رأس مال المشروع، وذلك لتأمين استمراريته في السوق. وبدخول المشروع في هذه الحالة يكون قد برهن على نجاحه عملياً، سواء من ناحية الجاذبية التسويقية أو من حيث القدرة على نمو الإيرادات.

3. **مرحلة تمويل إعادة هيكلة المشروع:** يحدث أن تتعرض المشروعات والشركات الناشئة بعد انطلاقها في مسيرة نشاطها، إلى مشاكل وعقبات تؤدي إلى تعثرها وتعرقل استمراريتها، كأن تواجه مشاكل في الإنتاج أو التسويق، فيصعب حصولها على التمويل من مصادره التقليدية، وبالتالي يكون الملجأ إلى رأس المال المخاطر الذي يتدخل ليقدم التمويل والحلول والتوجيه، والتي عادة ما تكون بإعادة هيكلة أنشطة المشروع وآلية عمله.
4. **مرحلة التمـــويل الأخيــر:** قبل أن ينسحب رأس المال المخاطر من المشروع – باعتباره تمويل مؤقت، فإن الأمر قد يتطلب تمويل إضافي للدفع بالمشروع إلى ما بعد مرحلة التوسع، من أجل زيادة أحجام المبيعات، أي قبل عملية (تسييل أسهم أوصكوك) المشروع، مثل الدمج في مؤسسة أخرى أو شركة أكبر، الأمر الذي سيترتب عليه حتماً زيادة في قيمة الاسهم.

**المطلب الخامس: أساليب التمويل المقترحة**

يمكن أن يتم توجيه رأس المال المخاطر من الصندوق الاستثماري بالنموذج التمويلي المقترح إلى المشروعات المستهدفة بعدة صيغ تمويل شرعية، لما تمتاز به أدوات التمويل والاستثمار الاسلامية من مرونة وتنوع، تلاءم ظروف مختلف المشروعات وحاجاتها، وبما يضمن للمستثمرين أصحاب رأس المال المخاطر تحقيق أعلى عائد ممكن، عند أدنى مستوى مخاطر للاستثمار في المشروعات الصغيرة والمتوسطة والأعمال الريادية والشركات الناشئة، على اعتبار أن التنويع بين المشروعات المستثمر فيها أموال محفظة الصندوق، سيؤدي إلى تبديد المخاطر، فلا تجتمع على مستثمر مُخاطر واحد أو اثنين فتكون خسارتهم رأسمالية وكبيرة.

ويرى الباحث أن أدوات التمويل الأكثر ملائمة للتمويل برأس المال المخاطر، والأنسب للمشروعات الصغيرة والمتوسطة هما صيغتي (المضاربة المقيدة والمؤقتة، والمشاركة المتناقصة)، وذلك لسهولة تطبيق استراتيجية رأس المال المخاطر، حيث يسهل من خلالهما خروج رأس المال المخاطر، بتمليك الحصص المستثمرة في المشروع، لأصحاب المشروع، أو لغيرهم، حسب آلية الخروج المتفق عليها.

1- **التمويل بالمضاربة المقيدة-المؤقتة:**

تناسب صيغة المضاربة المقيدة، تمكين المشروعات المستهدفة بالتمويل من صندوق الاستثمار المخاطر، من حاجتها من التمويل وفق خطة تمويلية موجهة، فالمضاربة المقيدة تمنح رب المال (الصندوق) بصفته الممول أن يضع للمضارب (المشروعات) شروطاً عند توظيفها لرأس مال المضاربة، تتمثل هذه الشروط في خطة تمويل مدروسة للنهوض بالمشروع؛ تصمم حسب حاجة المشروع من التمويل، وأجل التمويل، يتم الاتفاق عليها مسبقاً، وهو ما يتناسب مع استراتيجية رأس المال المخاطر، وفق الضوابط الشرعية.

يعزز هذا الاختيار ما أقرته هيئة الأيوفي بشأن تطبيقات المضاربة بأنه ***(يجوز الاتفاق بموجب إطار عام أو مذكرة تفاهم على إنشاء عقود تمويل بالمضاربة في حدود مبلغ محدد، وعلى مدى زمني معلوم، على أن ينفذ التفاهم وفق عقد مضاربة خاصة، ومتتالية)*** [(1)]. وبناء عليه يمكن تطبيق المضاربة عند تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة من صندوق الاستثمار المخاطر.

2- **المشاركة المتناقصة:** وهي أسلوب تمويل، يتضمن شركة بين طرفين في مشروع ذي دخل، يتعهد فيها أحدهما بشراء حصة الطرف الآخر تدريجياً، سواء كان الشراء من حصة الطرف المشتري في الدخل أم من موارد أخرى. [(2)]

فيمكن تطبيق هذا الأسلوب لتمويل المشروعات من الصندوق، بموجب عقد مشاركة متناقصة، يحدد فيه حجم التمويل المطلوب، والاجل المناسب وآلية تقديمه للنهوض بالمشروع الممول، حسب المرحلة التي يمر بها المشروع، وتحديد الآلية التي يتم بها استرداد رأس المال المستثمر من الصندوق في المشروع بنهاية أجل التمويل. باعتبار أن التمويل يمثل حصص ملكية في رأس مال المشروع. وأن سياسة رأس المال المخاطر تقوم على الاستثمار المؤقت الذي لا يستمر في المشروع.

وبالتالي تعتبر المشاركة المتناقصة مناسبة جداً للنموذج التمويلي المقترح، وذلك لسهولة تطبيقها ولمرونتها بما يحقق مصلحة الطرفين( المستثمر، والمتمول)، ويمكن التخارج واسترداد التمويل مع الأرباح الرأسمالية المستهدفة، إلى صندوق الاستثمار المخاطر وفق ما يتم الاتفاق عليه مع المشروع الممول لشراء حصص التمويل، ويمكن الاسترشاد في ذلك بالمعيار الشرعي للمشاركة المتناقصة الصادر عن أيوفي والذي نص على أنه " لا مانع من تنظيم عملية تملك حصة المؤسسة من قبل شريكها بأي صورة يتحقق بها غرض الطرفين، مثل التعهد من شريك المؤسسة بتخصيص حصته من ربح الشركة أو عائدها المستحق له ليتملك بها حصة نسبية من حصة المؤسسة في الشركة، أو تقسيم محل الشركة إلى أسهم يقتني منها شريك المؤسسة عدداً معيناً كل فترة إلى أن يتم شراء شريك المؤسسة الأسهم بكاملها فتصبح له الملكية المنفردة لمحل الشركة". [(3)]

---

(1) **دليل المعايير الشرعية** الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، نسخة: نوفمبر **2017**، المعيار 13، ص369.

(2) دبيان بن محمد الدبيان، **المعاملات المالية أصالة ومعاصرة**، الطبعة الثانية، (ب،ن)، السعودية، **2013**، ج15، ص141

(3) **دليل المعايير الشرعية** الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معيار المضاربة، نوفمبر **2017**، المعيار 12، ص346

وبهذه الآلية يتحقق للمشروعات الصغيرة والمتوسطة فرصة الوصول إلى حاجتها من التمويل، ويتحقق للمستثمرين هدفهم في تحقيق أرباح لا تتحقق لهم من استثمارات أخرى عادية.

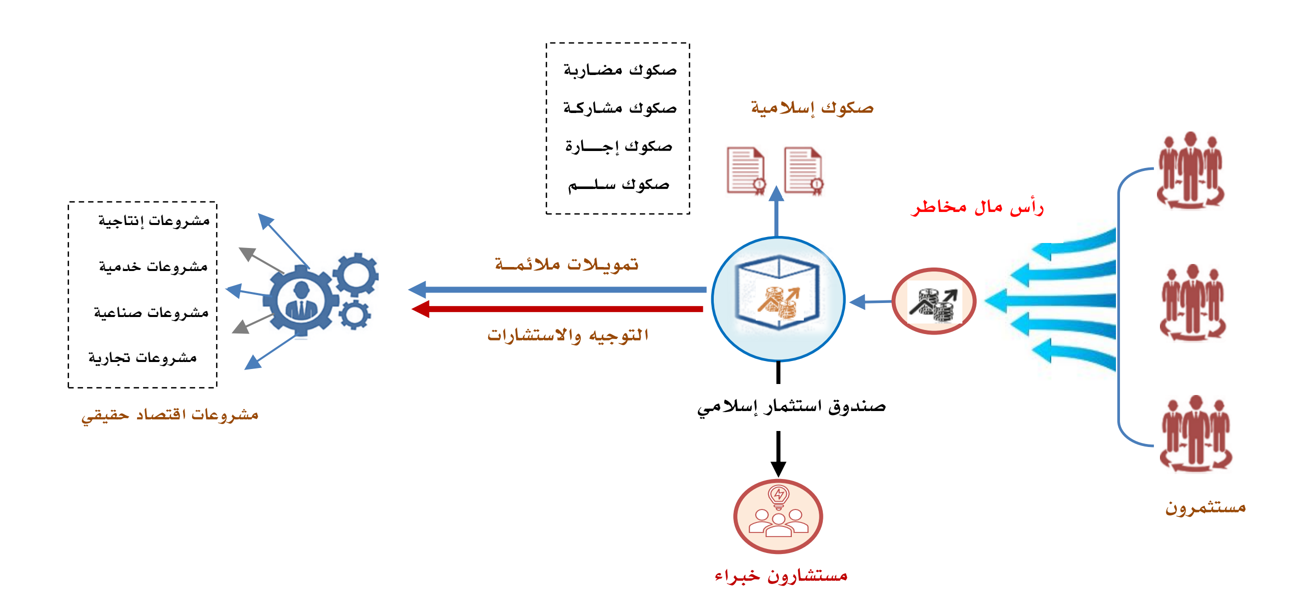
بالإضافة إلى هاتين الصيغتين المقترحتين للتمويل، يمكن أن تكون هناك صيغ أخرى، كما أنه وعلى الجانب الأخر، المتمثل في خروج رأس المال المخاطر، يمكن أن تكون هناك آليات خروج أخرى، لعل فيما يلي إشارة إليها.

**المطلب السادس: استراتيجيات خروج رأس المال المخاطر من المشروع وتوزيع الارباح:**

بعد انتهاء الخطة المرسومة باتفاق صاحب المشروع والمستثمر الجريء مقدم التمويل برأس المال المخاطر لتمويل المشروع، أو في الحالات التي يقرر فيها المستثمر الجريء الخروج من المشروع، تأتي مرحلة الخروج من المشروع، والتي يطلق عليها (مرحلة الحصاد) بالنسبة لرأس المال المخاطر، يكون هناك عدة استراتيجيات للخروج، من بينها:

1- شراء أصحاب المشروع حصص المستثمر المُخاطر معه، ليعود المشروع ملكه بالكامل.
2- شراء الموظفين لحصص المستثمر صاحب رأس المال المخاطر في المشروع ليصبحوا من ملاكه.
3- في حالة كان المشروع قد أسس من البداية برأس مال مخاطر، فيمكن أن يكون الخروج بأن يتم طرحه للاكتتاب وبيع اسهمه للجمهور.
4- أو أن يكون وفق استراتيجية الاندماج أو الاستحواذ من قبل شركة أخرى.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك علاقة طردية بين حجم رأس المال المخاطر المستثمر، وبين آليات الخروج، بحيث أنه كلما كانت آليات الخروج سهلة ومتعددة، كلما تشجع المستثمرون المخاطرون بأموالهم على رفع حجم التمويل المقدم، وذلك لأنه يصبح من السهل على المستثمر برأس المال المخاطر تسييل استثماراته عندما يريد الخروج من المشروع الممول.



### المطلب السابع: تلخيص لأهم خصائص ومواصفات الصندوق المقترح

| | | | |
|---|---|---|---|
| .1 | **الهدف** | صندوق النمو المرتفع | تحقيق أرباح رأسمالية |
| .2 | **التنظيم** | صندوق مغلق خاص | حملة وثائقه مستثمرون معينون– له هدف محدد– أجل محدد |
| .3 | **هيكل رأس المال** | ثابت | رأس مال محدد عند تأسيس الصندوق |
| .4 | **النوع** | صندوق مخاطر | لأن المستثمرين فيه جريئين، يقبلون بالمخاطرة العالية، مقابل تحقيق أرباح رأسمالية |
| .5 | **نوعه من حيث الأصول المستثمرة** | صندوق استثمار حقيقي | لأنه أصوله، تتمثل في موجودات مشروعات حقيقية |
| .6 | **الضوابط** | صندوق إسلامي | مضاربة مقيدة |
| .7 | **الأجل** | صندوق مؤقت | باعتباره صندوق مغلق محدد الأجل في حدود 7 سنوات |
| .8 | **المجال** | محفظة الصندوق | مشروعات صغيرة ومتوسطة وشركات ناشئة وريادة الأعمال |
| .9 | **الأدوات** | أدوات المحفظة | صكوك إسلامية متنوعة، وتمويل نقدي وعيني مباشر |
| .10 | **طبيعة المستثمرين** | مستثمرين مغامرين | رجال أعمال جريئين وشركات مخاطرة وهيئات رسمية وحكومية معنية بدعم التنمية. |
| .11 | **طبيعة السوق** | سوق رأس المال | استثمار طويل الأجل. |
| .12 | **البيئة** | صندوق محلي | لأنه موجه بخدمة قطاع المشروعات ص و م في الاقتصاد المحلي |

### نتائج البحث:

بناء على ما تم طرحه حول واقع وأداء مجتمع البحث في المبحث الأول، وما انتهى إليه البحث في ممكنات إطلاق نموذج تمويل إسلامي برأس المال المخاطر، حسب التصور والآلية التي تم تقديمها، يمكن استخلاص جملة من النتائج ، أهمها :

1. أن اقتصادات مجتمع البحث، تمتلك وفرة مالية كفيلة بحل إشكالية تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وخدمة متطلبات التنمية، وأن ما يحول دون ذلك هو وجود خلل في توظيف الموارد المالية في المسار التنموي.
2. أن دعم قطاع رواد الأعمال والشركات الناشئة له دور فعال في دعم النمو الاقتصادي وتخفيض نسبة الفقر والبطالة، بدءًا من تحسين بيئة الأعمال، وتطوير التشريعات والبنية التحتية، وكذلك تعزيز فرص الوصول إلى التمويل.
3. أن دور مؤسسات التمويل الإسلامي في مجتمع الدراسة لازال ضعيفاً، ودون المستوى المرجو منها، في دعم وتمويل الاقتصاد الحقيقي.
4. أن دعم رأس المال المخاطر للمشروعات الصغيرة والمتوسطة والارتقاء بها من مشروعات ناشئة وضعيفة، إلى مشروعات ناجحة، يفتح المجال أمامها للوصول إلى التمويل من القنوات الرسمية كالمصارف والأسواق، والتي كانت محرومة من الوصول إليها بسبب وضعها الضعيف. وهذا بدوره ينشط دورة الأموال في الاقتصاد.
5. يلعب رأس لمال المخاطر دور مهم في تنشيط سوق الأدوات المالية في الاقتصاد، من خلال تمكين المشروعات من الدخول إليه.
6. أن صناديق الاستثمار الإسلامية مرشحة للقيام بدور الوسيط الذي يمكن من خلاله تبني وتوظيف رأس المال المخاطر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

## المصادر والمراجع :


1. تقرير **آفاق الاقتصاد العربي** (AMF) **2019** م، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، سبتمبر **2019** م
2. تقرير الصناعة المالية الإسلامية **ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY** (STABILITY REPORT) **2019**، - مجلس الخدمات المالية الاسلامية (IFSB )، ماليزيا ، **2019**م.
3. تقرير المؤشرات الاقتصادية والصناعية في الدول العربية، إصدارات المنظمة العربية للصناعة والتعدين، مارس **2019**م.
4. تقرير **واقع الاقتصاد الإسلامي العالمي 2018-2019**م (اقتصاد شمولي دعائمه الأخلاق)، إعداد: مؤسسة THOMSON REUTERS، ومؤسسةDinar Standard .
5. تقرير صندوق النقد الدولي (IMF)، حول **الشمول المالي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في الشرق الأوسط وآسيا الوسطى**، سلسلة دراسات صندوق النقد الدولي، **2019**م.
6. تقرير صندوق النقد العربي (AMF) ، **سياسات النهـوض بالمشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة من خلال زيادة فرص نفاذها في الدول العربية**، موجز سياسات صندوق النقد العربي ، العدد الأول، مارس **2019**م
7. تقرير لمجلة ايكونوميست الاقتصادية حول **صناديق الثروة السيادية في العالم 2019**م، نقلاً عن: موقع العربية.نت، 02سبتمبر **2019**م.
8. عبد الرحمن بن ساعد، وسعاد صابور، **رأس المال المخاطـــر ودوره في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر** ، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، المركز الديمقراطي العربي، ألمانيا، العدد الخامس، فــبراير **2019** م.
9. عبدالرحيم البوعناني، **الشمول المالي الرقمي ودعم النمو الاقتصادي المستدام**، المنظمة العربية للصناعة والتعدين، **2019**م.
10. عدنان عبدالله عويضة، **نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي.. دراسة تأصيلية تطبيقية**، الطبعة الأولى، منشورات المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة، **2010**م
11. عبدالستار أبوغدة، **الوكالة بالاستثمار تأصيلها وتطبيقها**، بحوث ندوة البركة الرابعة والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، 16و17 يوليو **2013**م، السعودية
12. محمد عبدالله شاهين، **النشاط الاقتصادي للدول العربية بين التحديات وفرص النمو**، الطبعة الأولى، دار يافا العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، **2019**م.
13. محمد الطاهر الهاشمي، **أساليب التمويل والاستثمار في المصارف الاسلامية وأثرها التنموي بين تنظير المؤسسين وواقع التطبيق**، بحث قدم للمؤتمر الدولي الأول للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (EAIFE)، 16و 17 أبريل **2018**م، اسطنبول، تركيا.
14. محمد سعد الناصر، **نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية**، منشورات كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، السعودية، **2012**م.
15. دبيان بن محمد الدبيان، **المعاملات المالية أصالة ومعاصرة**، الطبعة الثانية، (ب،ن)، السعودية، **2013**م.
16. سامي عبدالباقي، **دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر**، الطبعة الأولى، الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، **2010**م.
17. نوفل سمايلي، وفضيلة بوطورة، **إدارة المخاطر في البنوك التجارية**، الطبعة الأولى، دار يافا العلمية للنشر، الأردن، **2019**م.
18. يسر برنية و رامي عبيد وحبيب اعطيه، **الشمول المالي في الدول العربية ..الجهود والسياسات والتجارب**، منشورات أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية العربية ومؤسسات النقد العربية، **2019**م
19. **دليل المعايير الشرعية** الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية(أيوفي)، البحرين إصدار نوفمبر **2017**م.
20. **دليل المعرفة المصرفية للمؤسسات المتوسطة والصغيرة**، مؤسسة التمويل الدولية ،واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، **2009**م.



# استثمار المصارف الإسلامية فوائضها النقدية في الأسواق العالمية وأثره الاقتصادي على المجتمعات الاسلامية

**د. أنس سليمان أحمد اغبارية *- فلسطين**

أستاذ محاضر في الاقتصاد الإسلامي

وعضو الهيئة الشرعية لشركة البركة للتمويل والاستثمار الإسلامي

**ملخص:**

شهدت المصرفية الإسلامية تطوراً متسارعاً هائلاً، وقبولاً تجاوز الحدود الجغرافية للدول الإسلامية إلى دول غربية متقدمة، وقد مثّلت المصرفية الإسلامية - في أعقاب الأزمة المالية العالمية وأزمة الديون الأوروبية- عند كثير من الاقتصاديين بديلاً حقيقياً للمصرفية الربوية. غير أن هذا الزخم الذي شهدته المصرفية الإسلامية، من حيث الانطباع العام والإقبال المتزايد، حقق نجاحاً واسعاً في البيئة المحلية، قابلته بعض المصاعب والمشكلات في التوفيق بين مبادئ العقود المعروفة في المؤلفات الفقهية، وبين الواقع العملي، ولاسيما فيما يتعلق بالبيئة الدولية الخارجية، فمنها ما بالتوظيف الخارجي للفوائض المالية التي لم تتمكن المصارف الإسلامية من توظيفها محلياً، لأن الظروف البيئية المحلية لا تستوعب هذه الفوائض من وجهة نظرها، وإن المصارف الإسلامية لا تستطيع أن تعيش بمعزل عن البيئة الدولية كما ترى. وهذه العقبات والمشكلات التي وقفت في طريق المصارف الإسلامية، وحدت من قدرتها على القيام بدورها، تعود إلى سيادة الطابع الربوي وسيطرته على المصارف الربوية الدولية، التي شكلّت عائقاً أمام الانطلاق الفعلي والفعّال للعمل المصرفي الإسلامي.

ونظراً لأهمية التعامل الخارجي للمصارف الإسلامية والمجتمع الإسلامي، رأى الباحث أن يخصص في بحثه الحديث عن عقبة مهمة في طريق الصيرفة الإسلامية والتنمية المحلية من خلال إبراز مكمن اجتماع الحاجة واعتباراتها في مسألة توظيف واستثمار المصارف الإسلامية مواردها المالية خارج نطاق العالم الإسلامي.

* عضو المجلس الإسلامي للإفتاء في بيت المقدس – فلسطين، وعضو في الهيئة الشرعية لشركة البركة للتمويل والاستثمار الإسلامي.
أستاذ محاضر متخصص في الاقتصاد الاسلامي

**مشكلة الدراسة:**

باتت المصارف الإسلامية تحقق نجاحاً واسعاً وبيّناً في البيئة المحلية، وأقبل الناس متلهفين للتعامل معها ليتخلصوا من الربا المحرم، باحثين عن الربح الحلال والمال الحلال، ونتيجة لذلك تراكمت الودائع في عدد من المصارف الإسلامية، مما أوجد ما يسمى بالفائض النقدي، حيث فاقت هذه الودائع قدرة المصارف على استخدامها محلياً، فلجأت المصارف عندئذ، إلى استثمار فوائضها النقدية في الأسواق العالمية، لحاجتها لمثل هذه الاستثمارات، وحفاظاً على ديمومة فوائضها وتنميتها.

في هذا البحث كانت محاولة لإبراز أهم معالم استثمار المصارف الإسلامية لفوائضها النقدية في الأسواق العالمية، من خلال اعتبار الحاجة في هذا الاستثمار والتوظيف.

وفي ختام الدراسة تم عرض لأهم النتائج والتوصيات التي توصلت إليها.

*والله من وراء القصد وهو الهادي إلى سواء السبيل،،*

## استثمار المصارف الإسلامية فوائضها النقدية في الأسواق العالمية وأثره الاقتصادي على المجتمعات الاسلامية

باتت المصارف الإسلامية تحقق نجاحاً واسعاً وبيّناً في البيئة المحلية، وأقبل الناس متلهفين للتعامل معها ليتخلصوا من الربا المحرم، باحثين عن الربح الحلال والمال الحلال، ونتيجة لذلك تراكمت الودائع في عدد من المصارف الإسلامية، مما أوجد ما يسمى بالفائض النقدي، حيث فاقت هذه الودائع قدرة المصارف على استخدامها محلياً، فلجأت المصارف عندئذ، إلى استثمار فوائضها النقدية في الأسواق العالمية [1]، لحاجتها لمثل هذه الاستثمارات، وحفاظاً على ديمومة فوائضها وتنميتها.

وفي هذا البحث محاولة لإبراز أهم معالم استثمار المصارف الإسلامية لفوائضها النقدية في الأسواق العالمية، من خلال اعتبار الحاجة في هذا والتوظيف.

**المطلب الأول : دوافع وأسباب استثمار المصارف الإسلامية فوائضها المالية .**

تحاول المصرفية الإسلامية جاهدة منذ نشأتها المحافظة على هويتها الإسلامية، على الرغم من أن المناخ الذي تعيشه هذه المصرفية لا يكون في صالحها على الأغلب، في ظل النظام المصرفي الدولي،

1 – ينظر: حرك، أبو المجد، البنوك الإسلامية مالها وما عليها، دار الصحوة للنشر، القاهرة، الطبعة الأولى، 1987م، ص108.

الذي يقوم على الربا، ويواجه العمل المصرفي الإسلامي العديد من الإشكاليات الاستثمارية ، التي تركت بصماتها على تطور هذا العمل ونموه، وهذه المشكلة تتمثل في استثمار المصارف اموالها في استثمارات غير مباشرة من خلال الاسواق المالية ، والعزوف عن الاستثمارات الحقيقية التي من أجلها وجدت الصيرفة الاسلامية .

فكان من المناسب قبل العرض لمسألة الحاجة إلى استثمار بعضٍ من أرصدة المصارف الإسلامية المالية في الأسواق المالية، من إطلالة يسيرة، يتم من خلالها بيان أهم التعاملات التي تقوم بها المصارف الإسلامية بغرض هذا الاستثمار .

**الفرع الأول : استثمارات المصارف الاسلامية**

تمثل الموارد المالية للمصارف الإسلامية، أحد المتغيرات الأساسية في نشاط هذه المصارف ومسيرتها، وفي تحقيق أهدافها الاستثمارية. والناظر إلى الواقع الاستثمار ي في المصارف الإسلامية، يجده متنوعاً، فهناك استثمارات رئيسية وأخرى فرعية.

وإن الاستثمار الرئيسي المطلوب هو الاستثمار المباشر في مختلف مناحي النشاطات الاقتصادية المختلفة، إذ تعمل المصارف الإسلامية جاهدة إلى توظيف فوائضها الدائرة في الواقع حول أدوات الاستثمار الشرعية، مثل عقود المشاركات والمضاربات، والإجارات التشغيلية والإجارات التمويلية سواء كانت للأعيان أو للمنافع والخدمات، وبيوع المرابحات، والتقسيط، وعقود السّلم والاستصناع، والمساقاة والمزارعة، ونحوها. وفي الغالب تكون نسبة الاستثمارات قصيرة الأجل، وهي السمة الغالبة في استثمارات المصارف، تطبيقاً لقاعدة توافق الآجال. وكذلك الاستثمار في أسواق السلع في الأسواق الخارجية.

أما الاستثمار غير المباشر، فهو استثمار المصارف الإسلامية فوائضها النقدية في الأسواق المالية العالمية، سواء كانت أولية أو ثانوية للاستفادة من إصدار أسهمها والتداول بها، بأسهم غيرها من الشركات التي تنطبق عليها معايير الأحكام الشرعية، وإن التعامل في هذا السوق بحاجة إلى دراية عالية وخبرة فائقة من الزاوية الفنية ومن المعايير الشرعية معاً.[1]

في ضوء ما تقدم، يتضح أن الاستثمارات في المصارف الإسلامية إما أن تكون مباشرة (الاستثمار الحقيقي) أو غير مباشرة (الاستثمار المالي)، وعادة ما تلجأ المصارف إلى الاستثمارات غير المباشرة، لاستثمار فوائضها النقدية الزائدة عن حاجتها وضخها في الأسواق المالية العالمية في الدول الغربية.

[1] – سوبره، أنور مصباح، المصارف الإسلامية : الوعاء الأمثل للاستثمار وتنمية الاقتصاد، بحث قدم لمؤتمر " دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية" من 25-27 صفر 1423هـ الموافق 7-9 مايو 2002 م، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية – جامعة الشارقة، البحث منشور في كتاب الوقائع ، إصدار مركز البحوث والدراسات في جامعة الشارقة-الإمارات العربية، 2003م، ج2 ص571.

**الفرع الثاني : أسباب حاجة المصارف على توظيف مواردها في الأسواق العالمية**

في هذا السياق لا بد من بيان سبب إقدام المصارف الإسلامية على توظيف فوائضها المالية واستثمارها في خارج إطار الدول الإسلامية، وذلك في الأسواق العالمية.

يرى بعض الباحثين والفقهاء والمصرفيين المعاصرين [1] ممن تناولوا هذه المسألة، على جواز استثمار في الأسواق العالمية من حيث أصل الاستثمار ، كذلك تبنت مسألة الجواز الهيئات الشرعية في المصارف الإسلامية [2] وذلك لحاجة المصارف إلى تنمية أموالها الفائضة من خلال هذه الاستثمارات، ومن ثم زيادة أرباحها المالية. لكن، ما الذي دعا الباحثين والفقهاء إلى تبني مسألة الجواز؟ على الرغم من حاجة البلاد الإسلامية إلى حشد الاستثمارات الحقيقية والتنموية فيها؟ هذا ما سنتعرض له في مسألة الحاجة إلى هذه الاستثمارات الخارجية.

**بيان وجه الحاجة في هذه المسألة.**

إن مسألة الحاجة إلى استثمار وتوظيف المصارف الإسلامية فوائضها النقدية في الأسواق العالمية، تنبع من اهتمام المصارف الإسلامية إلى تنمية أموالها والحفاظ عليها، وعدم جعلها معطلة في خزائنها، إذ ترجع أسباب الاستثمارات في الأسواق العالمية إلى عدة اعتبارات، من أهمها عوائق ومشكلات تقف في وجه استثمارات وتنمية أموال المصارف محلياً، من خلال مشروعات تنموية طويلة الأجل أو متوسطة، تعود بالنفع على المجتمعات المسلمة، والدول الإسلامية قاطبة، ولعل أبرز أسباب عرقلة الدور التنموي للمصارف الإسلامية في العالم العربي والإسلامي في نظر من يقولون بجواز هذا الاستثمار ، ما يلي:

1- **ضعف الهياكل الإنتاجية والاستثمارية في العالم العربي والإسلامي**: تعاني المصارف الإسلامية من ضعف الهياكل الإنتاجية وعدم مرونتها في معظم دول العالم العربي

---

[1] – منهم : نزيه حمّاد، جمال الدين عطية، عبد الرزاق الهيتي، أنور سوبره، أبو المجد حرك، إسماعيل العماوي، ينظر: حمّاد، نزيه، دور المؤسسات المصرفية في التنمية الإقتصادية، بحث قدم لمؤتمر " دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية" من 25-27 صفر 1423هـ الموافق 7-9 مايو 2002م، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية – جامعة الشارقة، البحث منشور في كتاب الوقائع ، إصدار مركز البحوث والدراسات في جامعة الشارقة– الإمارات العربية، 2003م، ج2 ص568. عطية، جمال الدين، البنوك الإسلامية بين الحرية والتنظيم، التقليد والاجتهاد، النظرية والتطبيق، منشور ضمن سلسلة كتاب الأمة، رئاسة المحاكم الشرعية والشئون الدينية ، الدوحة– قطر، الطبعة الأولى، صفر 1407هـ، الهيتي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص708. حرك، البنوك الإسلامية مالها وما عليها، مرجع سابق، ص108. سوبره، المصارف الإسلامية: الوعاء الأمثل للاستثمار وتنمية الاقتصاد، مرجع سابق، ج2 ص571. العماوي، المعوقات الخارجية للمصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص120.

[2] – من هذه المصارف التي بيّنت تقاريرها السنوية تلك الاستثمارات: بنك قطر الإسلامي، وبيت التمويل الكويتي، وبنك أبو ظبي الإسلامي، والبنك العربي الإسلامي الدولي، والبنك الإسلامي الأردني . ينظر: حنون، الأعمال والخدمات المصرفية في المصارف التجارية والإسلامية، مرجع سابق، ص489- ص495. وينظر أيضاً: المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، قرارات الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي، مرجع سابق، قرار رقم (125) ج1 ص199.

والإسلامي التي تمارس نشاطها فيها، وتعاني كذلك من مشكلة عدم قدرة هذه الدول على استيعاب الأموال التي جمعتها المصارف الإسلامية في ظل محدودية الطاقة الاستيعابية للاستثمارات [1]

2- **محدودية القوانين الحامية والمؤيدة للاستثمارات في العالم العربي والإسلامي**: تعاني المصارف الإسلامية في مجال الاستثمار ، من عدم تمتعها بالحماية القانونية لتحصيل الحقوق المالية، مما أدى إلى تشدد المصارف في الحصول على الضمانات المختلفة في العديد من الصيغ الاستثمارية، لأنها لا تتقاضى أية عوائد على الأموال المستحقة عن فترة التأخير في الدفع[2].

3- **حاجة المصارف الإسلامية للتنوع الاستثمار ي**، مما يقيها من شبح إشكاليات السيولة، وبخاصة في جانب الفائض، لأن هذا التنوع يخدم بصفة قوية ومباشرة قضية السيولة، وييسر للقائمين على تلك المصارف القيام بمهامهم بكفاءة ويسر، الأمر الذي جعل المصارف في حاجة ماسة، لأن تقدم على استثمار فوائضها في الأسواق العالمية.

4- **حاجة المصارف الإسلامية إلى توزيع المخاطر على سائر استثماراتها**، جعلها تقدم على الاستثمار في الأسواق المالية العالمية، وذلك حفاظاً على أموال المستثمرين، ثم إن محدودية الأدوات المالية الإسلامية أسهم أيضاً في خروج هذه المصارف لاستثمار فوائضها في الأسواق المالية العالمية.

ونختم عرضنا هذا ببيان أثر الحاجة في مسألة استثمار المصارف الإسلامية لفوائضها النقدية في الأسواق العالمية، حيث اعتمد العديد من الباحثين الحاجة في إجازة هذه الاستثمار ات الخارجية، ومن ذلك على سبيل المثال قول:

- نزيه حمّاد: " ربما تكون المصارف الإسلامية معذورة بعض الشيء في الإحجام عن التوسع المطلوب في تحقيق هدف توجيه رؤوس الأموال ونقلها نحو مجتمعات الندرة والحاجة في مثل هذه الظروف القاسية..."[3].
- جمال الدين عطية: " إذا كانت الطاقة الاستيعابية غير كافية، فلا أستطيع أن أترك هذه الأموال راكدة دون استثمار .. وقد اضطررنا إلى أن نخرج بجزء من الأموال التي تجمعها البنوك الإسلامية إلى الاستثمار في الأسواق العالمية ريثما تحل المشكلة".[4]

---

[1] – ينظر: عطية، البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص67. حمّاد، دور المؤسسات المصرفية في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ج2 ص568. حرك، البنوك الإسلامية مالها وما عليها، مرجع سابق، ص108.

[2] – حطاب، كمال توفيق، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، بحث قدم لمؤتمر " دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية" من 25–27 صفر 1423هـ الموافق 7–9 مايو 2002م، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية – جامعة الشارقة، بحث منشور بكتاب الوقائع ، إصدار مركز البحوث والدراسات في جامعة الشارقة– الإمارات ، 2003م، ج1 ص117.

[3] – حمّاد، دور المؤسسات المصرفية في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ج2 ص568

[4] – عطية، البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص68.

يجد الناظر إلى هذه التسويغات، والمنطلقات يجد أن الحاجة المؤثرة على مثل هذه الاستثمارات في الأسواق العالمية، هي الحاجة الخاصة، وهذا الأمر يسوقنا إلى لإنزال هذه المسألة على شروط الحاجة الشرعية وضوابطها، حتى تتضح بصورة جلية..

**المطلب الثاني: مجالات استثمار المصارف الاسلامية فوائضها النقدية**

**الفرع الأول: استثمار المصارف الاسلامية فوائضها النقدية في الاسواق المالية وموائمتها مع شروط الحاجة الشرعية والاقتصادية.**

من أهم شروط الحاجة الشرعية كما بيّنها الفقهاء :

**أولاً: أن تكون الحاجة متعيّنة ومحققة يقيناً أو ظناً غالباً**، عند تطبيق هذا الشرط على الحاجة المذكورة في هذه المسألة، يراه الناظر غير متحققاً، ويتجلى ذلك عند مراقبة الواقع المصرفي والواقع الاقتصادي في العالم العربي والإسلامي، فإن المعوّقات التي تقف في وجه المصرفية الإسلامية هي معوّقات وهمية، ومصلحية لتحقيق مصلحة خاصة على المصلحة العامة المتمثلة بالدول الإسلامية والعربية، وقد حاول الباحث جاهداً للحصول على نسبة الفوائض المالية في المصارف الإسلامية المستثمرة في الأسواق العالمية، من المصارف الإسلامية نفسها، وجد أنهم يتهربون من الجواب على ماهية النسبة المستثمرة في الخارج، ويعتبرون أن ذلك سرا من أسرار المصرف الداخلية، لا يحق لأي كان الإطلاع عليها.

وعليه لا يرى الباحث أن المعوّقات والحاجات المطروحة متحققة على أرض الواقع، بل يرى في بعضها هروباً من الواقع، فعند النظر إلى المعوّق الأساسي بنظر المصارف الإسلامية والمتعلق بضعف الهياكل الإنتاجية والاستثمار دية وعدم مرونتها في معظم بلاد العالم العربي والإسلامي، يجده غير متحقق بل وغير واقعي عند النظر إليه من الناحية الاقتصادية، فكيف بنا أن نوفق بين الأقوال المتواترة التي تقول إن دول العالم الإسلامي والعربي هي دول من العالم الثالث، وهي دول نامية، بحاجة للمزيد من التنمية، والمال هو عصب التنمية، وحينما يتوافر المال يرسل به للأسواق العالمية في الغرب، بحجة أن البلاد الإسلامية والعربية لا تستطيع استيعاب هذا المال![1] ربما كان المقصود من هذه الحاجة وهذا المعوّق، عدم قدرة البلاد العربية والإسلامية من إعطاء فرص استثمارية مربحة، هناك فرص ولكنها غير مربحة. وقد يقول قائل: هل المصارف الإسلامية جمعيات خيرية، أو

[1] – ينظر: الشعراوي، عايد فاضل، معوقات الاستثمار والتنمية في المؤسسات المصرفية الإسلامية، بحث قدم لمؤتمر " دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية" من 25–27 صفر 1423هـ الموافق 7–9 مايو 2002م، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية – جامعة الشارقة، البحث منشور في كتاب الوقائع ، إصدار مركز البحوث والدراسات في جامعة الشارقة- الإمارات العربية، 2003م، ج2 ص651

مؤسسات لا تهدف الربح؟ والجواب أن المصارف الإسلامية ليست جمعيات خيرية، أو مؤسسات لا تهدف الربح، بل هي مؤسسات استثمارية مالية تهدف الربح، وتسعى لتعظيم حقوق الملكية لمساهميها، ولكنها في المقابل هي صاحبة رسالة، اجتماعية واقتصادية وتنموية، وعلى هذا الأساس أسست، فنحن لا نقول أن لا تربح المصارف، لا أبداً، نقول: فلتربح مع تحقيق رسالتها التي وجدت لأجلها، وهي الرسالة الاجتماعية والتنموية والاقتصادية.

أما عن القدرة الاستيعابية للبلاد الإسلامية للاستثمارات، فهي كبيرة، فقد قدّرت الطاقة الاستيعابية في الأجل الطويل للوطن العربي من عام 1990مإلى عام 2020م حوالي 965 مليار دولار... فإن الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بندرة رأس المال ووفر عناصر الإنتاج الأخرى في أمّس الحاجة إلى الأموال لدفع عملية التنمية فيها[1]، فلماذا تُهرِّب المصارف الإسلامية فائض أموالها إلى الخارج، والدول العربية والإسلامية في أمّس الحاجة إلى هذه الأموال؟ وعند النظر إلى الواقع الاقتصادي في هذه الدول، نلحظ اعتمادها على الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة[2] في سبيل تدعيم الاقتصاد ورفده، فهل تقبل المصارف الإسلامية لهذه الشركات الأجنبية بملء الفراغ الاقتصادي الذي تسببه تلك المصارف، من خلال استثمار أموالها في الخارج؟

للأسف إن الاقتصاديات في الدول النامية تعاني من عدم التمويل بحجة مخاطر الاستثمار ، في الوقت الذي تذهب فيه الأموال إلى الدول الغربية بشروط قاسية، بينما تستغل الدول الغربية هذا الضعف وتقوم بإعادة تدوير ثمرة اقتصاديات الدول الضعيفة وتحوّلها لها مرة أخرى في شكل استثمارات أو ارتباطات اقتصادية بشكل أو بآخر أكثر كلفة لها، فهل يستساغ هذا الأمر؟ من الأولى بالأموال، نحن أم الغرب؟ ولماذا تتحمل الدول الغربية المخاطر ونحن في الدول العربية والإسلامية نرضى باستثمارات ضعيفة؟[3]

أما العقبة الأخرى المتعلقة بالمناخ القانوني للدولة، فهي حاصلة في بلاد العالم العربي والإسلامي والغربي على حد سواء، وهذا ما تؤكده العديد من الدراسات[4] ذات الصلة بعلاقة المصارف

---

[1] – النجار، أديب، أهمية المشروعات العربية المشتركة، مقال منشور في مجلة الاقتصاد الإسلامي، 1994م، المجلد الثالث عشر، العدد 155، ص30.

[2] – تسمى استثمارات أجنبية أو خارجية، حيث يتم الحصول على التمويل الاجنبي من مصدر خارج حدود الدولة، كالمنظمات الدولية والاقليمية، او الحكومات الاجنبية ، أو المصارف الربوية، وغيرها من الشركات الخاصة .

[3] – عبد الحميد، مستعين علي، المصرفية الإسلامية في الخليج تنحرف عن الطريق نحو الاستثمارات الخارجية والبورصات العالمية، مقال منشور في موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي على شبكة الانترنت: 25472http://iefpedia.com/arab/?p=

[4] – ينظر إلى: الأبحاث المقدمة إلى مؤتمر: "دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية" ( المحور الأول: علاقة المؤسسات المصرفية الإسلامية بالمؤسسات الأخرى) من 25-27 صفر 1423هـ الموافق 7-9 مايو 2002م، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية – جامعة الشارقة، وهي منشورة في كتاب الوقائع ، إصدار مركز البحوث والدراسات في جامعة الشارقة- الإمارات العربية، 2003م. وللمزيد ينظر: ناصر، الغريب، الرقابة المصرفية على المصارف الإسلامية – منهج فكري ودراسة ميدانية دولية مقارنة- ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة- مصر، الطبعة الاولى، 1417هـ - 1996م.

الإسلامية ، بقوانين هذه الدول، ومع ذلك وُضعت العديد من المقترحات والبدائل للخروج من هذا المعوّق والإشكال.

أما شرط التعيين، فهو غير قائم، لوجود الوسائل الاستثمارية المناسبة لتوظيف السيولة النقدية الفائضة لدى المصارف الإسلامية، والمتنوعة في تحمل المخاطر وبيّنا أن لهذه العوائق والمشكلات حلول واقعية. ولا بد أن نتساءل هنا: هل انسدت كل سُبل استثمار المصارف الإسلامية في البلاد الإسلامية حتى تذهب بفوائضها إلى العالم الخارجي؟ في الواقع لا، لأن البدائل موجودة منها:

1- العمل على تفعيل الأساليب التمويلية المتعلقة بتمويل المشاركة على أنواعها[1] والمضاربة ، إذ يعد أكثر كفاءة في زيادة نتائج الاستثمار ، وأقدر على تحقيق النمو الاقتصادي من التمويل المتبع بالمصارف الإسلامية اليوم والمبني على أساس المديونية (كبيع المرابحة للآمر بالشراء، والتورق المصرفي، والاستثمار بالوكالة في البيوع الآجلة)، لأن المشاركة تبحث عن الفكرة البناءة الكفؤة، وتعمل على توسيع قاعدة المخاطرة، وذلك باشتراك الأطراف المشاركة في تحمل المخاطر الناتجة عن النشاط الاستثماري[2]، في حين أن التمويل بالمديونية يبحث عن الشخص المليء القادر على السداد.

2- التمويل عن طريق المشروعات الصغيرة والمتوسطة، والتي تؤدي دوراً مهماً في المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية على مستوى العالم، إذ تمثل النوايا الأساس الذي ينمو ويكبر لتكون المشروعات الأكبر حجماً، وتعتبر تلك المشروعات المحرك والدافع لعجلة الاقتصاد[3] .

3- استثمار المصارف الإسلامية فوائضها النقدية، في الأسواق المالية المحلية، إذ يمكن من خلال هذه الأسواق دعم مشروعات ذات صلة بالتنمية الاقتصادية للبلدان العربية والإسلامية ، والتي تعتبر من أفضل وأنفع الآليات لإدارة الفوائض النقدية فهي بمثابة الرئة للإنسان، يتحقق بها الشهيق والزفير.

لذلك تقع على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية مسؤولية تطويرها، بما يتوافق مع التصنيف العالمي من حيث الجودة، والإتقان والشفافية والربح الجيد، كالصكوك المبنية على أحكام الشريعة الإسلامية مثلاً كصكوك المضاربة والمشاركة والإجارة.

4- العمل الجاد على إيجاد سوق مالي إسلامي يلبي حاجة المصارف الإسلامية لاستثمار فوائضها

[1] – المشاركة المستمرة والمشاركة المتناقصة.

[2] – شابرا، محمد عمر، نحو نظام نقدي عادل، ترجمة: سيد محمد سكر، دار البشير للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، 1410هـ- 1990م، ص92.

[3] – بشارات، هيا جميل، التمويل المصرفي الاسلامي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، دار النفائس، عمان- الاردن، الطبعة الأولى، 1428هـ – 2008م، ص23.

بها، ويلبي حاجتها لتطوير منتجاتها المالية، الأمر الذي يعمل على توطين الأموال داخل البلاد الإسلامية والعربية، والذي بدوره يؤثر إيجاباً على التنمية الاقتصادية في هذه البلاد .

**ثانياً: أن تكون الحاجة محافظة على مقاصد الشريعة وغير خارجة عنها،** إن الناظر في طبيعة الحاجة في مسألة استثمار المصارف الإسلامية فوائضها في الأسواق العالمية، يلحظ إنها غير موافقة لمقاصد الشريعة، من جهة تحقيق هذه الاستثمارات الخارجية لمفاسد عدة لها صلة بمقصد المال والتنمية الحقيقية له، ولا سيما مقصد الحفاظ عليه وتنميته وزيادته بما يعود بالنفع على سائر المسلمين.

اعتبر الشارع الكريم الاستثمار في حد ذاته واجباً شرعياً يُثاب من فعله، ويُعاقب من تركه بلا عذر[1]، لهذا يجب أن تنظر المصارف إلى الاستثمار على أنه واجب ديني، وأساس التنمية المجتمع، من حيث أنه ينطلق من مقصد حفظ المال في الشريعة، وحفظ المال يكمن في ناحيتين: من ناحية العدم، بالابتعاد عن التأثير عليه سلباً، بالإتلاف والضياع والإهلاك، بما يعني ضرورة بقائه، ومن ناحية الوجود بتنميته وزيادته ونموه، أي تثميره ومن ثم العمل على استثماره. ومن هنا فإن مبرر خروج المصارف الإسلامية للتعامل مع الأسواق العالمية، لاستثمار فوائضها النقدية، يخالف بدوره قواعد الشريعة الإسلامية وأحكامها الداعية إلى تقوية شوكة المسلمين اقتصادياً واجتماعياً من جهة، وإلى ضياع الأموال في الخارج من جهةٍ أخرى، فمن هنا، فإن استثمار الفوائض في الأسواق المالية وفق القواعد الشرعية، يؤدي إلى تنمية أموال المستثمرين ومن ثم الحفاظ عليها، وهذا صحيح، لكن في المقابل خسرت الشعوب المسلمة هذه الأموال، التي يجب ان تكون في صالح تنمية هذه الشعوب من حيث الاستثمارات المختلفة، وهذا هو مقصد الشارع، فقدمت المصارف مصلحتها الخاصة على المصلحة العامة.

أليس الأجدر أن تستفيد الأمم الإسلامية من أموالها، لا أن يستفيد منها غير المسلمين عند الذهاب إلى الأسواق العالمية بحجة العوائد المتوقعة؟ بالإضافة إلى ذلك ألا يجب على المصارف توطين رأس المال لا تهريبه؟ لا تخفى الآثار المدمرة لهجرة هذه الأموال إلى الخارج، وحبسها عن الاقتصاد الحقيقي والتنمية اللازمة لدولنا، والانتقال بها إلى الاقتصاد الرمزي، والذي نتج عنه أن تقوم الصناديق السيادية العربية بتغطية خطط الإنقاذ الغربية في أعقاب الأزمة المالية العالمية، كما لا

[1] – سانو، قطب مصطفى، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان– الأردن، الطبعة الأولى، 1420هـ– 2000م، ص65.

تخفى على كل ذو لب الآثار المدمرة للاستثمار الأجنبي في بلادنا إن لم ينضبط بضوابط عديدة، ويكُن مؤقتاً بمدة وخطة معلومتين، دون التأثير على المصلحة العامة للدولة المسلمة.[1]

وبناءً على ما تقدم، يرى الباحث إنه لا شك أن استثمار الفوائض النقدية في الأسواق العالمية، فيه نوع من المفسدة، لأن هذه الاستثمارات تمثل دعماً لاقتصاديات الدول غير الإسلامية، وإن لم يكن مقصد المصارف ذلك. وهذه المفسدة تعارضها مصالح أخرى من جانب الدول الإسلامية وشعوبها، من حيث استثمار وتنمية الأموال في استثمار حقيقي، يعود بالنفع على الشعوب والمصارف معاً، وهذه هي رسالة المصارف الإسلامية، فالمصلحة هنا أكيدة، وعلى المصارف أن تؤدي رسالتها التنموية على أكمل وجه.

**الفرع الثاني : الضوابط الشرعية في استثمار المصارف فوائضها في الاسواق العالمية .**

لا بد لنا من تحديد ضوابط تضبط حاجة المصرف الإسلامي في استثمار فوائضه في الأسواق العالمية، عند انعدام البدائل المطروحة آنفاً، وهي بعيدة المنال، من هذه الضوابط:

**الضابط الأول: أن يُقدّر ما يُباح للحاجة من استثمار المصارف لفوائضها النقدية في الأسواق العالمية بوجودها:** معنى هذا، أن بعد زوال الحاجة لاستثمار الفوائض في الأسواق العالمية، يجب على المصارف أن تتوقف عن هذه الاستثمارات، إذ أن عمليات الاستثمار هذه مؤقتة، وتلجأ للاستثمارات الحقيقية.

**الضابط الثاني: أن يُقدّر ما يُباح للحاجة من استثمار المصارف لفوائضها النقدية في الأسواق العالمية بقدرها:** معنى هذا، أنه يجب على المصارف الإسلامية أن تستثمر أموالها الفائضة، بالقدر الذي تندفع به حاجتها، وعدم التوسع في هذه الاستثمارات قدر الإمكان، والعمل على الابتعاد عن سوق العملات الدولية، لأن ما يحصل في هذا السوق، هو مضاربات وهمية، ومضاربات على العملات النقدية، علاوة على عدم وجود للقبض الحقيقي والحكمي فيها. كذلك يجب على المصارف الإسلامية عند تعاملها مع بورصات السلع العالمية، كالمعادن والحبوب والنحاس، أن يكون هذا التعامل في إطار البيوع العاجلة لا الآجلة، الأمر الذي يحتم على هذه المصارف، الشراء والبيع يداً بيد حتى تحافظ على مشروعية استثمار فوائضها النقدية.

وينبغي للمصارف الإسلامية عند دخولها سوق الأوراق المالية، أن تتعامل مع الشركات ذات الأنشطة الحلال بيعاً وشراءً، ولا يجوز لها بأي حال أن تتعامل مع الشركات ذات الأنشطة الحرام.

[1] – ينظر: لطفي، بشر محمد، التخطيط الاقتصادي من منظور إسلامي، دار النفائس، عمان – الأردن، الطبعة الأولى، 1433هـ-2012م، ص230.الخطيب، حازم بدر، أهمية الاستثمارات الأجنبية في التنمية الاقتصادية وانعكاساتها ودورها في دعم المشاريع الصغيرة – دراسة حالة الأردن–، بحث قدم إلى الملتقى الدولي: " متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف– الجزائر، خلال الفترة 17–18/ 4/ 2006م.

في نهاية هذا البحث نخلص إلى أن حاجة المصارف الإسلامية لاستثمار فوائضها النقدية في الأسواق العالمية غير متحققة، بل هي حاجة متوهمة، وبيّن الباحث أن الحاجة غير متعينة في هذا الاستثمار ، فالبدائل موجودة، ومطروحة، وتبيّن مدى مخالفة هذه الاستثمارات لمقاصد الشارع الحكيم.

**والله تعالى هو الموفق والمسدد لكل خير**

## الخـــاتمـة

الحمد لله أن وفقني لإتمام هذا البحث، وأصلي وأسلم على سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم، وبعد..

**أولاً: نتائج البحث**

الآن وقد بلغت رحلتنا في هذه الدراسة غايتها بحمد الله، فإنه من المناسب أن نستعرض أهم ما أمكن التوصل إليه من نتائج وثمرات علمية، من الجوانب النظرية والجوانب التطبيقية .

1- لا يجوز العمل بالحاجة ذات الصلة بالمعاملات المالية على كل حال، بل لا بد من تحقق شروط العمل بها، وهذه الشروط منها ما هو شامل لأنواع الحاجة، ومنها ما هو خاصٌّ ببعض أنواعها وهي:
   أ. أن تكون الحاجة محافظة على مقاصد الشريعة وغير خارجة عنها.
   ب. أن يكون الأخذ بالحاجة عند رفع الحرج بالمشقة غير المعتادة.
   ج. أن تكون الحاجة محققة يقيناً أو ظناً غالباً.
   د. أن تكون الحاجة متعيّنة.
2- لا بدّ أن يكون العمل بالحاجة وفق ضوابط معيّنة، فهذه الضوابط بمثابة السياج لشروط اعتبار الحاجة، وهي:
   أ. أن يُرجع إلى أهل العلم والرأي في الحكم على اعتبار الحاجة .
   ب. أن يُقدّر ما يباح للحاجة بوجودها.
   ج. أن يُقدّر ما يُباح للحاجة بقدرها.
3- لم تقوَ الحاجة في التأثير على مسألة ايداع المصارف الإسلامية فوائضها النقدية في الأسواق العالمية لما لها من آثار سلبية على التنمية والاقتصاد الوطني، منها :

أ- الدول العربية والإسلامية في أمّس الحاجة إلى هذه الأموال.. لذلك لجأت هذه الدول إلى الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة في سبيل تدعيم الاقتصاد ورفده.

ب- الاقتصادات في الدول النامية تعاني من عدم التمويل بحجة مخاطر الاستثمار، في الوقت الذي تذهب فيه الأموال إلى الدول الغربية بشروط قاسية، بينما تستغل الدول الغربية هذا الضعف وتقوم بإعادة تدوير ثمرة اقتصادات الدول الضعيفة وتحوّلها لها مرة أخرى في شكل استثمارات أو ارتباطات اقتصادية بشكل أو بآخر أكثر كلفة لها.

**البدائل الاقتصادية لاستثمار المصارف الاسلامية فوائضها في الأسواق المالية :**

1- العمل على تفعيل الأساليب التمويلية المتعلقة بتمويل المشاركة على أنواعها والمضاربة ، إذ يعد أكثر كفاءة في زيادة نتائج الاستثمار، وأقدر على تحقيق النمو الاقتصادي من التمويل المتبع بالمصارف الإسلامية اليوم والمبني على أساس المديونية (كبيع المرابحة للآمر بالشراء، والتورق المصرفي، والاستثمار بالوكالة في البيوع الآجلة)،

2- التمويل عن طريق المشروعات الصغيرة والمتوسطة، والتي تؤدي دوراً مهماً في المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية على مستوى العالم، إذ تمثل النويات الأساس الذي ينمو ويكبر لتكون المشروعات الأكبر حجماً، وتعتبر تلك المشروعات المحرك والدافع لعجلة الاقتصاد.

3- استثمار المصارف الإسلامية فوائضها النقدية، في الأسواق المالية المحلية، إذ يمكن من خلال هذه الأسواق دعم مشروعات ذات صلة بالتنمية الاقتصادية للبلدان العربية والإسلامية.

4- العمل الجاد على إيجاد سوق مالي إسلامي يلبي حاجة المصارف الإسلامية لاستثمار فوائضها بها، ويلبي حاجتها لتطوير منتجاتها المالية، الأمر الذي يعمل على توطين الأموال داخل البلاد الإسلامية والعربية، والذي بدوره يؤثر إيجاباً على التنمية الاقتصادية في هذه البلاد .

**والله من وراء القصد وهو الهادي إلى سواء السبيل**

# قائمة المصادر والمراجع


## أولاً: المصادر والمراجع العربية:

***القرآن الكريم**

========================= **الباء** =============================

1- بشارات، هيا جميل، **التمويل المصرفي الإسلامي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة**، دار النفائس، عمان- الاردن، الطبعة الأولى، 1428هـ - 2008م.

========================= **الحاء** =============================

2- حطاب، كمال توفيق، **علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية**، بحث قدم لمؤتمر " دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية" من 25-27 صفر 1423هـ الموافق 7-9 مايو 2002م، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية – جامعة الشارقة، البحث منشور في كتاب الوقائع، إصدار مركز البحوث والدراسات في جامعة الشارقة- الإمارات العربية، 2003م.

3- حرك، أبو المجد، **البنوك الإسلامية مالها وما عليها**، دار الصحوة للنشر، القاهرة، الطبعة الأولى، 1987م.

4- حمّاد، نزيه، **دور المؤسسات المصرفية في التنمية الإقتصادية**، بحث قدم لمؤتمر " دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية" من 25-27 صفر 1423هـ الموافق 7-9 مايو 2002م، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية – جامعة الشارقة، البحث منشور في كتاب الوقائع، إصدار مركز البحوث والدراسات في جامعة الشارقة- الإمارات العربية، 2003م.

5- حنون، محمد حسن، **الأعمال والخدمات المصرفية في المصارف التجارية والإسلامية – دراسة مقارنة-**، (د ن)، عمان- الأردن، الطبعة الأولى، 1426هـ - 2005م.

========================= **السين** =============================

6- سانو، قطب مصطفى، **الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي**، دار النفائس، عمان- الأردن، الطبعة الأولى، 1420هـ- 2000م.

7- سوبره، أنور مصباح، **المصارف الإسلامية: الوعاء الأمثل للاستثمار وتنمية الاقتصاد**، بحث قدم لمؤتمر " دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية" من 25-27 صفر 1423هـ الموافق 7-9 مايو 2002م، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية – جامعة الشارقة، البحث منشور في كتاب الوقائع ، إصدار مركز البحوث والدراسات في جامعة الشارقة- الإمارات العربية، 2003م.

======================== **الشين** ==========================

8- شابرا، محمد عمر، **نحو نظام نقدي عادل**، ترجمة: سيد محمد سكر، دار البشير للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، الطبعة الثانية، 1410هـ - 1990م.

9- الشعراوي، عايد فاضل، **معوقات الاستثمار والتنمية في المؤسسات المصرفية الإسلامية**، بحث قدم لمؤتمر " دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية" من 25-27 صفر 1423هـ الموافق 7-9 مايو 2002م، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية – جامعة الشارقة، البحث منشور في كتاب الوقائع ، إصدار مركز البحوث والدراسات في جامعة الشارقة- الإمارات العربية، 2003م.

========================== **العين**===========================

10- عطية، جمال الدين، **البنوك الإسلامية بين الحرية والتنظيم**، التقليد والإجتهاد، النظرية والتطبيق، منشور ضمن سلسلة كتاب الأمة، رئاسة المحاكم الشرعية والشئون الدينية ، الدوحة- قطر، الطبعة الأولى، صفر 1407هـ.

11- العماوي، إسماعيل عبد السلام، **المعوقات الخارجية للمصارف الإسلامية – دراسة تطبيقية لآثارها على البنك الإسلامي الأردني**-، رسالة ماجستير، بإشراف: أ.د عبد الهادي علي النجار، جامعة اليرموك، كلية الشريعة، قسم الإقتصاد والمصارف الإسلامية، 1424هـ - 2003م.

========================= **القاف** ===========================

12- القره داغي، علي محيي الدين، **إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية – دراسة فقهية إقتصادية**-، بحث قدم في الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من 19-23 محرم 1432هـ الموافق 25- 29 ديسمبر 2010م.

========================== **اللام** ===========================

13- لطفي، بشر محمد موفق، **التداول الإلكتروني للعملات – طرقه الدولية وأحكامه الشرعية**-، دار النفائس، عمان- الأردن، الطبعة الأولى ، 1429هـ - 2009م.

========================= **الميم** ===========================

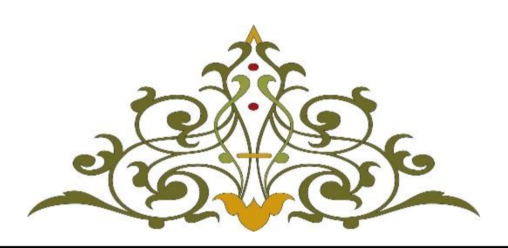
14- المجموعة الشرعية بمصرف الراجحي، **قرارات الهيئة الشرعية بمصرف الراجحي**، دار كنوز إشبيليا للنشر، الرياض- السعودية، الطبعة الأولى، 1431هـ - 2010م.

**ثالثاً: المراجع من الشبكة العنكبوتية العالمية ( الإنترنت):**

15- عبد الحميد، مستعين علي، **المصرفية الإسلامية في الخليج تنحرف عن الطريق نحو الاستثمارات الخارجية والبورصات العالمية**، مقال منشور في موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي على شبكة الانترنت: http://iefpedia.com/arab/?p=25472

16- موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي: http://iefpedia.com/arab



# دور الصكوك الإسلامية
# في التمويل التنمية





# الـــدور التنموي للصكوك الوقفية

د.مفتاح عبدالسلام عليلش
محاضر بكلية الاقتصاد-جامعة مصراته -ليبيا

**ملخص البحث:**

يهدف هذا البحث إلى دراسة وتحليل الدور التنموي للصكوك الوقفية مع عرض لتجارب بعض الدول الإسلامية في مجال الصكوك الوقفية وأهميتها التنموية, ولتحقيق هدف البحث تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي لوصف وتحليل متغيرات البحث والعلاقة بينها, وخلص البحث إلى عدة نتائج من أهمها: أن للصكوك الوقفية دور فعّال في التنمية الاقتصادية والاجتماعية لما تتميز به من أسلوب تمويلي واستثماري مرن يتناسب مع حاجة كل القطاعات الاقتصادية والخدمية كما أنها تفتح المجال امام كل فئات المجتمع بالمساهمة في الوقف بحيث يصبح لهم دور في التنمية المجتمعية.

**مقـــدمــــة**

تعتبر الصكوك من الأدوات الرئيسية للتمويل والاستثمار الإسلامي التي تستخدمها المؤسسات للحصول على التمويل من مصادر خارجة عن المصادر الذاتية للمستثمرين بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية وبمخاطر أقل نسبياً مقارنة مع أدوات التمويل التقليدية. ولقد شهدت الصكوك الإسلامية نموا ملحوظاً خلال السنوات الأخيرة، ولم يعد يقتصر إصدارها على مؤسسات الأعمال بل امتدت لتشمل الحكومات والمؤسسات الخيرية.

ويعتبر القطاع الوقفي من القطاعات التنموية للمجتمعات الإسلامية منذ القدم، وبالرغم من التحديات والمعوقات التي واجهت نمو القطاع الوقفي خلال العقود الأخيرة في العديد من الدول الإسلامية، إلا أنه شهد مؤخراً تطورا ملحوظا على مستوى أساليب تمويله واستثماره مما يعزز دوره التنموي وأهدافه الخيرية والاستثمارية، ومن الأساليب والأدوات المبتكرة للتمويل والاستثمار الوقفي الصكوك والصناديق الوقفية والتي شهدت اهتماماً خاصًا في بعض البلدان الإسلامية، إلا أن هذه الأداة التمويلية الوقفية لم توظف وتوجه بالشكل المطلوب في أغلب البلدان الإسلامية لعدة أسباب قد يرجع بعضها إلى غياب الوعي المجتمعي بأهميتها ودورها التنموي وكذلك غياب آليات التطبيق العملي لها مما جعل الصكوك والصناديق الوقفية مفهوم نظري وليست أداة تطبيقية عملية في هذه

المجتمعات؛ ويأتي ذلك في نفس الوقت الذي تشهد فيه هذه البلدان ارتفاع معدلات البطالة وزيادة عدد الفقراء.

ومن هنا يأتي هذا البحث لدراسة وتحليل الدور التنموي للصكوك الوقفية مع عرض مختصر لتجارب بعض الدول الإسلامية من حيث المساهمة التنموية للصكوك الوقفية.

**المشكلة البحثية:**

بالرغم من الدور الاقتصادي والاجتماعي للوقف في كثير من المجتمعات الإسلامية منذ ظهور الإسلام إلى يومنا هذا إلا أنه مع تطور المجتمعات تأتي الحاجة لاستحداث أساليب وطرق جديدة لتمويل واستثمار الوقف؛ ومن هذه الوسائل الصكوك الوقفية والتي لازالت لم تؤدي دورها المطلوب في دعم وتحفيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية؛ واقتصرت غالبًا على اطارها النظري وغاب تطبيقها العملي في أغلب المجتمعات الإسلامية؛ وبالتالي يمكن صياغة المشكلة البحثية في السؤال التالي:

- ما هو الدور التنموي للصكوك الوقفية في المجتمعات الإسلامية ؟

**فرضية البحث:**

ينطلق البحث من فرضية رئيسية مفادها:

يمكن أن تساهم الصكوك الوقفية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول الإسلامية من خلال مساهمتها في تمويل القطاعات الاقتصادية.

**أهداف البحث:** يهدف البحث لتحقيق الأهداف التالية:

1- التعريف بمفهوم الصكوك الوقفية وأنواعها وأهدافها ومراحل إصدارها.

2- دراسة وتحليل الدور التنموي للصكوك الوقفية.

3-العرض المختصر لتجارب بعض الدول الإسلامية في مجال الصكوك الوقفية ودورها التنموي.

**أهمية البحث:**

تكمن أهمية البحث في كونه يتناول أحد الموضوعات المعاصرة في تمويل واستثمار الوقف لما تتمتع به الصكوك الوقفية من مزايا تتمثل أهمها في مرونتها ومساهمتها في التنويع الاستثماري واستقطابها لكل فئات المجتمع بالرغم من اختلاف امكانياتهم المادية للمساهمة في الوقف والتنمية.

**منهجية البحث:**

سينتهج البحث المنهج الوصفي التحليلي لوصف وتحليل متغيرات البحث ودراسة وتفسير العلاقة بينها.

**بعض الدراسات السابقة حول موضوع البحث:**

1- بحث بعنوان " ***دور الصكوك الوقفية في تحقيق التنمية مع الاشارة لتجربة ماليزيا***"[1]، وهدف البحث إلى بيان وتوضيح دور الصكوك الوقفية باعتبارها من الابتكارات الحديثة في مجال الأوقاف ومدى مساهمتها في توفير التمويل للمؤسسات المالية والشركات والحكومات ودعم مشاريع التنمية في المجالات الاجتماعية والاقتصادية وخلصت إلى أن الصكوك الوقفية تكتسي أهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية والدينية كما أن ماليزيا تعتبر دولة رائدة في هذا المجال حيث انتهجت أساليب حديثة استخدمت الصكوك كأداة تمكن من تفعيل دور الوقف النقدي في التنمية لتشمل قطاعات التعليم والمرافق العامة والبنية التحتية.

2- بحث بعنوان "***الصكوك الوقفية ودورها في التنمية***"[2]، هدف البحث إلى دراسة دور الوقف في التنمية واستخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي وخلص الباحث إلى أن للوقف الإسلامي دور فعّال في التنمية من خلال تفعيل الصكوك الوقفية لما لها من دور في تنمية المجتمعات الإسلامية.

3- بحث بعنوان " ***الصكوك الوقفية ودورها في التنمية الاقتصادية من خلال تمويل برامج التأهيل وأصحاب المهن والحرف***"[3]، وهدف البحث إلى دراسة الصكوك الوقفية من حيث حكم اصدارها وتداولها وبيان كيفية استخدامها في تمويل برامج التأهيل وأصحاب العمل المهني والحرفي.

4- بحث بعنوان " ***الصكوك الوقفية كآلية لتحقيق التنمية المستدامة: دراسة تطبيقية مقترحة لتمويل المشاريع الوقفية بالجزائر***"[4]، حيث هدف البحث إلى دراسة وتحليل دور الصكوك الوقفية كآلية لتحقيق التنمية المستدامة بالتطبيق على بعض المشاريع الوقفية في الجزائر كما وضع الباحث تصور مقترح لإمكانية استفادة وزارة الشؤون الدينية والأوقاف بالجزائر من الصكوك الوقفية في تمويل المشاريع الإنتاجية للمساهمة في التنمية المجتمعية.

**محتويات البحث:** لتحقيق هدف البحث سيتناول بالدراسة المحاور التالية:

- مفهوم الوقف وأهميته وأنواعه وأركانه.
- مفهوم التنمية وخصائصها وأشكالها.
- الصكوك الوقفية : مفهومها- أهميتها – أهدافها- أنواعها- آلية اصدارها.
- دور الصكوك الوقفية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- دراسة تجارب بعض الدول في مجال الصكوك الوقفية ودورها التنموي.

---

[1] ) عبدالحميد مهري، **دور الصكوك الوقفية في تحقيق التنمية مع الاشارة لتجربة ماليزيا**، مجلة دراسات اقتصادية، العدد4، المجلد 1، جوان 2017.

[2] ) كمال الخطيب، **الصكوك الوقفية ودورها في التنمية**، جامعة اليرموك.

[3] ) محمد ابراهيم نقاسي، **الصكوك الوقفية ودورها في التنمية الاقتصادية من خلال تمويل برامج التأهيل وأصحاب المهن والحرف**، جامعة العلوم الإسلامية الماليزية، ماليزيا، بحث متاح على الرابط /Conference.qfis.edu.qa/app.

[4] ) ربيعة بن زيد وخيرة الداوي، **الصكوك الوقفية كآلية لتحقيق التنمية المستدامة: دراسة تطبيقية مقترحة لتمويل المشاريع الوقفية بالجزائر**،

## المبحث الأول:

## مفهوم الوقف وأركانه وأهميته في التنمية الاقتصادية

**أولاً/ مفهوم الوقف وأهميته:**

الوقف: لغةً هو الحبس والمنع فالوقف بمعنى الحبس مصدر من وقفت الشيء وقفاً أي حبسته ومنعت التصرف فيه ويقال: وقف الشيء يقفهاً أي حبسهاً وتأتي كلمة وقف بمعنى الموقوفاً نقول هذا وقف فلان أي ما وقفه[1].

وأما الوقف اصطلاحاً فقد عرفه الحنابلة بأنه تحبيس الأصل وتسبيل المنفعةً،وهو مقتبس من الحديث: " احبِس أصلها وسبِّل ثَمرها"[2] والأصل هو الرقبةً أي العين. فيحبسها بحيث يُمنع من التصرف فيها ببيع أو هبة أو ميراث أو نحوها وتسبيل الثمرة أو المنفعة التي تأتي من استثمار الرقبة بأن ترصدها في سبيل الله أو سبيل الخير والبِر وهو معنى تسبيلها.

بينما يعرف الوقف عند الحنفية من الصاحبين( محمد بن الحسن- أبي يوسف) بأنه حبس العين على ملك الله تعالىً وصرف منفعتها على من أحب[3].

في حين عرف الوقف الشافعية بأنه ( حبس مال يمكن الانتفاع به مع بقاء عينه بقطع التصرف في رقبته وتصرف منافعه إلى البر تقربا إلى الله تعالى)[4].

أما المالكية فيعرفون الوقف بأنه جعل مالك منفعة المملوك له لذاته- ولو كان مملوكاً بأجرة- أو جعل غلته لمستحق – كفقير أو مسجد- بصيغة دالّة عليهاً مدّة ما يراه المحبِّس[5].

وبشكل عام فإن الوقف عند جمهور الفقهاء هو حبس العين على حكم ملك الله سبحانه وتعالى والتصدق بالمنفعة على جهة من جهات البر ابتداءً أو انتهاءً[6].

فالوقف حبس المال عن أنواع التصرفات المختلفة والتي منها: البيع والرهن والهبة وصرف منفعة المال الموقوف أو غلته لجهات الوقف وفقاً لشروط الواقفين.[7]

أما **المفهوم الاقتصادي للوقف** فهو تحويل لجزء من الدخول والثروات الخاصة إلى موارد تكافلية دائمة تخصص منافعها من سلع وخدمات وعوائد لتلبية احتياجات الجهات والفئات المتعددة

---

[1] ) لسان العرب( 9/359- 360).

[2] ) محمد بن اسماعيل البخاري- تحقيق محمد بن ناصر, **صحيح البخاري**, ط1( بيروت, دار طوق النجاة,2002) برقم (2586, (2/982).

[3] ) زين الدين بن نجيم, **البحر الرائق شرح كنز الدقائق**, ط1 ( بيروت, دار الكتاب الإسلامي), (5/202).

[4] ) أحمد بن محمد بن حجر, **تحفة المحتاج في شرح المنهاج**, ( القاهرة, المكتبة التجارية الكبرى, 1983), (6/235).

[5] ) أحمد الدردير, **كتاب الشرح الصغير بحاشية الصاوي**, (أبوظبي, دار المعارف, ), ( 4/97).

[6] ) أحمد محمد الجمل, ***دور نظام الوقف الاسلامي في التنمية الاقتصادية المعاصرة***, ط1, ( القاهرة: دار السلام, 2007), ص 16.

[7] ) العياشي الصادق فداد, ***"الأدوات الاستثمارية المعاصرة لتنمية الوقف"***, ( بحوث مؤتمر الدوحة الرابع للمال الإسلامي, الدوحة, فندق شيراتون, 9 يناير 2018), ص120.

المستفيدة، مما يساهم في زيادة القدرات الإنتاجية اللازمة لتكوين ونمو القطاع التكافلي الخيري الذي يعد أساس الاقتصاد الاجتماعي في الاقتصاد الاسلامي[1].

فالوقف من المنظور الاقتصادي هو توجيه ثروات قام بتخصيصها أفراد أو جهات وتوظيفها لمصلحة فئات مخصوصة أو لمصلحة مجتمعية، سعيًا من الواقفين لكسب الأجر والثواب، ورفع مستوى معيشة هذه الفئات ودعم الأهداف التنموية للمجتمع، مع المحافظة على الموارد الوقفية الاستثمارية.

ومن خلال المفهوم الاقتصادي للوقف يتبين ما يلي:

- اقتطاع طوعي لجزء من دخول الأفراد أو ثرواتهم سعياً منهم للحصول على الأجر والثواب.
- تخصص الأموال الوقفية لأهداف مجتمعية تكافلية تعود بالمنفعة المعيشية للفئات المستهدفة منه، وتعود بالتنمية الاقتصادية والاجتماعية على المجتمع بشكل عام.
- يقوم الوقف على مبدأ الاستدامة من خلال المحافظة على الأصول الرأسمالية والاستفادة من عائدها في وجوه البر والخير للعباد والبلاد.

**أركان الوقف**: وتتمثل في أربعة أركان كما يلي:

1- الواقف: وهو الذي يوقف ماله في وجوه الخير والبر والإحسان. ويشترط فيه أن يكون مكلفا مختارا أهلا للتبرع، مالكا للرقبة، فلا يصح من صبي أو مجنون ولا محجور عليه بسفه أو فلس ولا غير مالك.

2- الصيغة: وتتمثل في اللفظ الصادر من الواقف التي تدل على الوقف، كأن يقول هذه مزرعتي موقوفة للفقراء والمساكين.

3- المال الموقوف: هو العين المحبوسة سواء كان عقارا أو منقولا أو نقوداً. ويشترط فيه أن يكون عينا مملوكة قابلة للنقل مع بقاء عينها أو منفعة تستأجر لذلك، فلا يصح وقف ما لا يملك ولا وقف الحر نفسه ولا وقف آلات اللهو، ولا وقف الطعام.

4- الموقوف عليه: وهي الجهة المستفيدة من المال الموقوف سواء كان فردا أو مجموعة كالفقراء والمساكين وذوي الاعاقة واللاجئين وطلاب المدارس، أو جهة كالمدارس والجامعات والمستشفيات والمساجد. ويشترط فيه أن يكون شخصاً معينا أو أشخاص معينين أو جهة بر لا تنقطع عند الجمهور[2].

وبالتالي فإن هذه الأركان الأربعة للوقف يجب أن تؤخذ في الاعتبار كأساس لاستخدام أي وسيلة لتمويل واستثمار الوقف والتي منها الصكوك الوقفية.

---

[1] ) صالح صالحي و نوال بن عمارة, *الوقف ودوره في تحقيق التنمية المستدامة " عرض للتجربة الجزائرية في تسيير الأوقاف"*, (المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية, العدد الأول, ديسمبر 2014), ص153.

[2] ) حلوفي سفيان, **دور الصكوك الوقفية في تحقيق التنمية مع الاشارة لتجربة ماليزيا**, مجلة دراسات اقتصادية, العدد4, المجلد 1, جوان 2017, ص404.

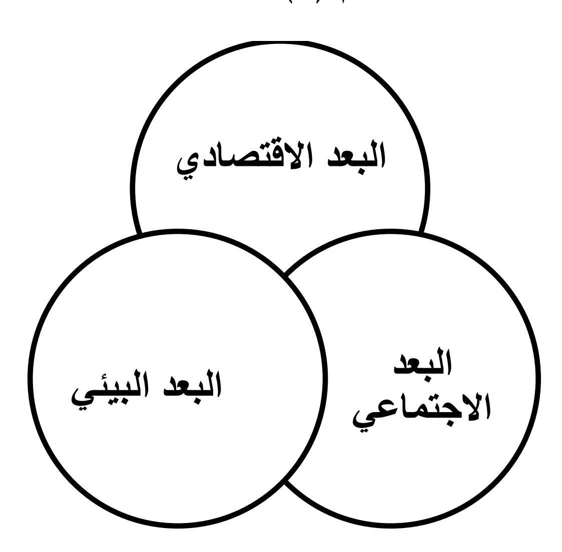
**ثانياً/ مفهوم التنمية الاقتصادية وأبعادها:**

التنمية بشكل عام عملية تغيير للأفضل بتخطيط مدروسٍ ووفق سياسة عامة لإحداث تطور اقتصادي واجتماعي وثقافي للناس وبيئتهم بالاعتماد على المجهودات الحكومية أو الخاصة أو الخيريةً وذلك بهدف تحقيق الرفاهية المجتمعية المستدامة[1].

والتنمية بشكل عام تعرف بأنها " التطوير البنياني أو التغيير المجتمعي بأبعاده الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتنظيمية من أجل توفير الحياة الكريمة لجميع أفراد المجتمع "[2].

ويرى الباحث بأن ارتباط التنمية بالمفهوم الاقتصادي لا يعني استبعاد المجالات الأخرى وإنما في الحقيقة تعتبر القطاعات الأخرى من ضمن مكونات التنمية الاقتصادية ولا يمكن تصور تحقيق تنمية اقتصادية مستدامة إلا بتظافر وتنمية كل الجوانب الأخرى للتنمية الثقافية والتعليمية والاجتماعية والسياسية وغيرها. لذلك فالحديث عن التنمية الاقتصادية يتناول ضمنياً الجوانب الأخرى للتنمية بمفهومها الشامل.

**الشكل رقم (1) أبعاد التنمية[3]**




[1] ) أحمد جابر بدران، **التنمية الاقتصادية والتنميــة المستدامة**، (مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، سلسلة كتب اقتصادية جامعية)، ص 18.

[2] ) مدحت القريشي، **التنمية الاقتصادية " نظريات وسياسات وموضوعات"**، ( عمان: دار وائل للنشر، 2007)، ص 123.

[3] ) من اعداد الباحث.

## المبحث الثاني:
## مفهوم الصكوك الإسلامية والوقفية وأهميتها وأنواعها

### أولاً/ مفهوم الصكوك ونشأتها:

الصكوك في اللغة جمع صك، وهو شهادة أو وثيقة أو سند. أما اصطلاحاً فتعرف الصكوك وفقاً لمجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بأنها " إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً.

كما تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية بأنها " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله[1].

وتعود نشأة الصكوك إلى بداية الثمانينيات من القرن الماضي وتحديداً في ماليزيا سنة 1983، حيث تبين للمسؤولين في البنك المركزي الماليزي عزوف بنك إسلام ماليزيا عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزانة باعتبارها مخالفة للشريعة الإسلامية، فقام البنك المركزي الماليزي باللجوء لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على الربا. ثم جاء دور الأردن من خلال مساهمة الدكتور سامي حمود وتم طرح مشروع سندات المقارضة كبديل إسلامي عن سندات القرض المحرمة، وهي سندات تعتمد على المضاربة باعتبارها تمثل حصصا شائعة في رأس المال المضاربة وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من إيجاب وقبول ومعلومية رأس المال ونسبة الربح، ولا ضمان لرأس المال من قبل العامل بل يضمنه طرف ثالث مثل الدولة بحيث لا يتعرض للخسارة. وبعد ذلك أصدر مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم (5) بتاريخ 4/ 8/ 1988م بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار ففتح الباب أمام الشركات الإسلامية لتبني هذه الصيغ الناشئة فبدأت التجربة الخليجية بالانطلاق حيث أصدرت مؤسسة نقد البحرين ولأول مرة عام 2001 سندات حكومية اعتبرتها متوافقة مع الشريعة الإسلامية حيث بلغت قيمة الإصدار 25 مليون دولار أمريكي وقد اعتمدت المؤسسة صيغة بيع السلم عند إصدار هذه السندات[2].

**تعريف الصكوك الوقفية:** تعرف الصكوك الوقفية بأنها وثائق تمثل موجودات ( الوقف) سواء أكانت هذه الموجودات أصولا ثابتة كالعقارات والمباني وغيرها أو أصولاً منقولة كالنقود والطائرات والسيارات أو حقوق معنوية ( كحقوق التأليف وبراءة الاختراع)[3].

---

[1] ) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

[2] ) الصوفي ولد الشيباني، **التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية**، مجلة الفقه والقانون، العدد الرابع والثلاثون، 2015.

[3] ) محمد ابراهيم نفاسي، **الصكوك الوقفية ودورها في التنمية الاقتصادية من خلال تمويل برامج التأهيل وأصحاب المهن والحرف**، جامعة العلوم الإسلامية الماليزية، ماليزيا، بحث متاح على الرابط /Conference.qfis.edu.qa/app، ص11.

كما تعرّف الصكوك الوقفية بأنها شهادات أو وثائق تصدرها مؤسسة الوقف وتطرح للناس للاكتتاب فيها، ثم توجه حصيلتها لتمويل مشاريع الوقف الاستثمارية، والتي ترجع عوائدها لصالح الموقوف عليهم[1].

**ثانياً/ أهداف عملية اصدار الصكوك الوقفية:**

تجرى عملية اصدار الصكوك الوقفية للأشخاص الطبيعيين والمعنويين عن طريق هيئة الأوقاف وفروعها والبنوك والمؤسسات المتخصصة في التعامل بهذه الصكوك، والتي يستخدم مردودها إما في الانفاق على وجه الخير[2], ولا تحقق عائد مادي، أو التي يوجّه حصيلتها نحو الاستثمار بما يعود بالعوائد المالية على الوقف لتنمية الوقف والمشاريع الوقفية.

وتهدف عملية اصدار الصكوك إلى مجموعة من الأهداف من أهمها ما يلي[3]:

1- توفير التمويل لقطاع الوقف الإسلامي مما يساهم في إحيائه، كما يمكن توجيه هذا التمويل إلى مجالات أوسع تستفيد منها كافة قطاعات وفئات المجتمع، نظرا لتنوع صيغ التمويل الإسلامية التي تقوم عليها الصكوك الاستثمارية الوقفية.

2-جمع رأس المال المطلوب لتمويل المشاريع الاستثمارية من خلال مساهمة مجموعة من المستثمرين، من خلال طرح صكوك وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.

3- تجديد الدور التنموي للوقف، في إطار تنظيمي يحقق التكامل بين مشاريع الوقف ويراعي الأولويات وينسق بينها.

4- تطوير العمل الخيري من خلال طرح صيغ جديدة يُحتذى بها.

5- تلبية احتياجات المجتمع والمواطنين في المجالات غير المدعومة بالشكل المناسب.

6- إيجاد توازن بين العمل الخيري الخارجي والعمل الخيري الداخلي.

7- تحقيق المشاركة الشعبية في الدعوة وللوقف وإدارة مشروعاته.

8- منح العمل الوقفي مرونة من خلال مجموعة قواعد تحقق الانضباط وتضمن في الوقت نفسه تدفق الأموال الموقوفة وانسيابها.

---

[1]) أشرف محمد, **تصور مقترح للتمويل بالوقف**, مجلة الأوقاف, العدد التاسع, شوال 1426هـ, ص60.

[2]) أسامة عبدالمجيد العاني, **الدور التنموي للصكوك الوقفية** , مجلة العلوم القانونية والاجتماعية, العدد التاسع, جامعة زيان عاشور, جفلة, ص11.

[3]) وهبة الزحيلي, **الصناديق الوقفية المعاصرة :تكييفها، أشكالها، حكمها، مشكلاتها.**( 2016), متوفر على الرابط التالي: https://Waqef.com.sa بتاريخ (2019/10/1).

**ثالثاً/ أنواع الصكوك الوقفية:**

يمكن تقسيم الصكوك الوقفية وفقاً لأهدافها التي تصدر من أجلها والتي تتماشى مع متطلبات التنمية المستدامة، فمنها صكوك وقفية تبرعية خيرية وصكوك أهلية تشاركية وصكوك القرض الحسن، وتجدر الإشارة هنا إلى أن مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الخامسة عشر بمسقط أجاز وقف النقود للقرض الحسن حيث جاء في قراراته: "يجوز وقف النقود للقرض الحسن، وللاستثمار إما بطريق مباشر أو بمشاركة عدد من الواقفين في صندوق واحد، أو عن طريق إصدار أسهم نقدية وقفية تشجيعاً على الوقف وتحقيقاً للمشاركة الجماعية فيه"[1].

وفيما يلي عرض مختصر لأنواع الصكوك الوقفية من حيث الهدف منها[2]:

1- **صكوك الوقف التبرعي**: وهي عبارة عن وثائق أو شهادات تقدم للواقفين المتبرعين كبيان توثيقي لأوقافهم النقدية التي تصدقوا وتبرعوا بها للمؤسسة الوقفية دون المطالبة بإرجاعها حتى تستخدم حصيلتها في غرض يمس مجالاً خيريًا غالباً ما يكون طابعه اجتماعي لتقديم خدمة أو مساعدة أو اعانة للمجتمع وأفراده، كإنشاء مسجد للصلاة ومدرسة للتعليم ومستشفى للعلاج ودور الأيتام والعجزة، والمساهمة في العدالة الاجتماعية من خلال مساعدة المعوقين والأرامل[3].

2- **صكوك الوقف التشاركي**: وهي أوراق مالية تصدر لغرض جمع نقود وقفية لاستعمالها وتوظيفها في مشاريع استثمارية جديدة أو تمويل القائم منها، من خلال صيغ تجمع بين الربحية والمنفعة الاجتماعية، بشرط مراعاة تحقيق غرض الواقف وشروط الاكتتاب.

وتتميز صكوك الوقف التشاركي عن التبرعي بأنها قروض تشاركية وفق صيغ الإستثمار الإسلامي التي تعمل بها وفق عدة صور منها المضاربة والسلم والاستصناع والمزارعة وغيرها، وبالتالي تتعدد أغراض الاستثمار الوقفية وفقاً للقطاعات المختلفة فمنها المالية والتجارية والزراعية والخدمية.

3- **صكوك القرض الحسن**[4]:

ويمكن اصدارها من أي جهة، ينفق عائدها في وجوه الخير، ولا تعود بعائد مادي، وتعود على حامله بالأجر في الحياة الآخرة، ويمكن لوزارة الأوقاف أن تستفيد من حصيلة هذه الصكوك في تمويل المشاريع الوقفية الخاصة بها، أو أن توجه في صورة قروض لصالح الشباب العاطل عن العمل لتمويل إنشاء مشاريع إنتاجية خاصة بهم. وتكون وزارة الأوقاف ضامنة لقيمة هذه الصكوك. **وتمر صكوك القرض الحسن بمرحلتي الاصدار والتداول كما يلي:**

---

[1]) قرارات مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الخامسة عشر، مسقط، 14-15 محرم 1425هـ.

[2]) عبدالقادر قداوي، **تصكيك موارد الصناديق الوقفية كآلية لتمويل المشاريع التنموية- نماذج مؤسسات اقتصادية واجتماعية**، مجلة الأكاديمية للسياسات الاجتماعية والانسانية، العدد19، 2018، ص83.

[3]) نفس المرجع السابق، ص83.

[4]) أسامة عبدالمجيد العاني، **الدور التنموي للصكوك الوقفية**، مجلة العلوم القانونية والاجتماعية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، العدد التاسع، 2017، ص14.

أ. مرحلة الاصدار: حيث تقوم وزارة الأوقاف بتقسيم المبلغ المطلوب كقرض إلى أوراق مالية متساوية القيمة وتطرح على البنوك والمؤسسات المالية الأخرى للاكتتاب فيها بنسبة من رصيد الودائع الجارية لديها عند كل اصدار، وتطرح على الجمهور.

ب. مرحلة التداول: يعتبر تداول الديون محل خلاف بين الفقهاء فمنهم من يجيز تمليك الدين من غير من عليه الدين بعوض وبغير عوض، ومنهم من لا يجيز ذلك، أما المالكية فيجيزون ذلك بشروط تباعد بينه وبين الغرر والربا. وإذا أخذنا برأي من يجيز بيع الدين لغير من هو عليه ( تداول القرض الحسن) فإن ذلك يصادف بعقبة اقتصادية تتمثل في أنه لا يوجد من يدفع حالاً مبلغا ويأخذ مثله في المستقبل[1]. أما التسييل قبل حلول الأجل فيمكن أن يتم عن طريق السداد المعجّل للدين وهو أمر متفق عليه إن تم سداد القيمة الإسمية، أما إن تم السداد بأقل من المبلغ، أي بخصم تعجيل الدفع وهي المسألة المعروفة في الفقه بمسألة ( ضع وتعجّل) فإنه يوجد خلاف فقهي حول جوازها من عدمه.

جـ. مرحلة التصفية: وتتمثل في سداد جهة الإصدار لقيمة صكوك القرض الحسن في الموعد المحدد لانتهائها[2].

**كما يمكن تقسيم الصكوك الوقفية وفقاً لطبيعة الصك إلى ما يلي:**

**1. الأسهم الوقفية:**

وتتمثل في الأسهم التي تطلقها وزارة الأوقاف ومؤسساتها، بهدف التيسير على الراغبين في المساهمة في الوقف الخيري. حيث يقوم الأفراد بشراء سهم أو عدة أسهم (حسب استطاعتهم) في مشروع معين ينفق ريعه على أوجه الخير المحددة وفقاً للسهم وحسب رغبة المساهم.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذه الأسهم ليست أسهماً يتم تداولها في البورصات، وإنما تحدد نصيب المالك الواقف في مشروع معين، ولا يحق لصاحب السهم سحبه أو التدخل في كيفية استثماره[3].

**2. السندات الوقفية:**

وتتم من خلال عدة خطوات تتمثل في تحديد مشروع وقفي لخدمة المجتمع وحجم تمويله، و إصدار سندات بقيم اسمية مناسبة، ومن تم طرحها للاكتتاب العام لتجميع المبلغ المطلوب للمشروع الوقفي[4]. وتوجد عدة أنواع للسندات الوقفية منها ما يلي:

---

[1]) أسامة عبدالمجيد العاني، **الدور التنموي للصكوك الوقفية**، مجلة العلوم القانونية والاجتماعية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، العدد التاسع، ص14.

[2]) المرجع السابق، ص14.

[3]) كمال توفيق خطاب، **الصكوك الوقفية ودورها في التنمية**، كلية الشريعة، جامعة اليرموك، 2006، ص 9.

[4]) محمد عبدالحليم عمر، **"سندات الوقف: مقترح لإحياء دور الوقف في المجتمع الإسلامي المعاصر"**، بحث مقدم لمؤتمر الوقف الأول، (مكة المكرمة: جامعة ام القرى، 1422هـ)، ص 76.

أ- **سندات المشاركة الوقفية**: وتتمثل صورتها في أن تقوم إدارة الوقف بإصدار سندات مشاركة عادية تشبه الأسهم في شركات المساهمة، ولتوضيح فكرتها نفترض أن لإدارة الوقف أرض ترغب في البناء عليها ولا يتوفر لديها التمويل المطلوب للبناء، فتقوم إدارة الوقف بإصدار سندات مشاركة، وتتضمن نشرة الاصدار وكالة لإدارة الوقف باستعمال قيمة الإصدار للبناء على أرض الوقف، ويشارك أصحاب السندات في ملكية البناء بعد الانتهاء من عملية البناء بنسبة ما يملكون من سندات، ويدير البناء ناظر الوقف بأجر معلوم، وتوزع الأرباح الصافية على حملة الأسهم أو السندات[1].

ب- **سندات الأعيان المؤجرة**: وهي أوراق مالية تمثل اجزاء متساوية من ملك بناء وقفي مؤجراً، تم تشييده بتمويل من أصحاب الصكوك انفسهم، وتتمثل صورتها في أن تقوم إدارة الوقف أو ناظره بإصدار هذه السندات ويقوم ببيعها إلى الجمهور بسعر يساوي نسبة حصة السند من البناء إلى مجموع تكلفة البناء، فمثلاً، كانت تكلفة البناء عشرة ألاف ديناراً، يتم تقسيم البناء إلى ألف وحدة، يصدر فيها ألف سند أعيان مؤجرة، سيكون عندها سعر بيع السند الواحد عند إصداره من ناظر الوقف هو عشرة دنانيراً، ويقوم ناظر الوقف بالبناء بالوكالة عن حملة السندات، حيث يعطي السند توكيلا من حامله لناظر الوقف للبناء على أرض الوقف للمشروع وبتكلفة محددة[2].

جـ- **أسهم التحكير**: وهي عبارة عن أسهم تمثل حصصاً متساوية في بناء يقوم على أرض وقفية مستأجرة من الوقف بعقد إجارة طويل الأجل هو عقد التحكير وبأجرة محددة لكامل فترة العقد ويقوم الناظر بإدارة استثمار البناء لصالح أصحابه ووكالة عنهم.

وتتمثل صورة سندات الإجارة القائمة على التحكير في أن يحكر ناظر الوقف أو المالك الأرض إلى وسيط مالي نحو مصرف إسلامي فيقوم الوسيط بالبناء والتأجير ثم يصدر سندات إجارة أعيان بملكية البناء وحده بدون الأرض يبيعها للأفراد المستثمرين، وهذه السندات تمثل ملكية البناء المؤجرة وهي ملكية تتجه إلى الانتهاء عند أجل الحكر لانتقال ملكية البناء إلى الوقف بعقد الحكر بصفته جزءًا من أجرة السنة الأخيرة.

**3ـ. سندات المقارضة:**

وتتمثل صورتها في قيام إدارة الأوقاف بدراسة جدوى اقتصادية للمشروع، ثم تصدر من خلال جهة متخصصة سندات قيمتها الإجمالية مساوية للتكلفة المتوقعة للبناء، وتعرض على حاملي السندات اقتسام الإيجار بنسبة معينة، كما تضمن الحكومة سندات المقارضة هذه، على أن يكون ما تدفعه ديناً بدون فائدة في ذمة إدارة الوقف[3].

---

[1]) منذر قحف, **الوقف الإسلامي: " تطوره- إدارته – تنميته"**, مرجع سبق ذكره, ص 265.

[2]) منذر قحف, **سندات الإجارة والأعيان المؤجرة, البنك الإسلامي للتنمية**, المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب, جدة, 2000

[3]) صالح المالك," **تنمية موارد الوقف**", بحث مقدم لمؤتمر الأوقاف الأول في المملكة العربية السعودية, ( مكة المكرمة: جامعة أم القرى, 1422هـ), ص 75.

وتجدر الاشارة إلى أن هذه السندات من أقدم وأشهر السندات الوقفية، ويرجع تصورها وتطبيقها إلى الدكتور سامي حمود وذلك عند وضع قانون البنك الإسلامي الأردني، وكان الهدف منها إيجاد بديل عن سندات القروض الربوية التي تصدرها البنوك التقليدية في ذلك الوقت. وبعد ذلك عرض الدكتور حمود فكرة سندات المقارضة على وزارة الأوقاف الأردنية لإعمار الأملاك الوقفية، وفعلاً صدر قانون خاص مؤقت في ذلك الوقت برقم (10) لسنة 1981[1].

**رابعاً/ مراحل اصدار الصكوك الوقفية:**

عندما تعتزم المؤسسة الوقفية لتمويل مشروع ما من خلال الصكوك الوقفية عليها أن تقوم بالخطوات والمراحل التالية:

1- دراسة المشروع الذي تريد المؤسسة الوقفية إقامته أو تطويره، وتحديد رأس المال اللازم لتنفيذ المشروع وأخذ الإذن والترخيص من جهة الاختصاص.

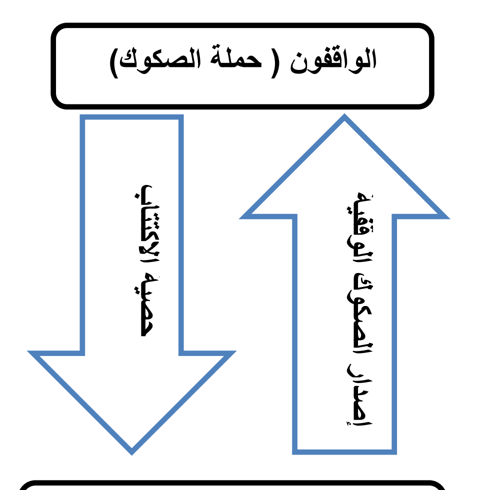
2- تعريف الناس وتبصيرهم بالمشروع المراد إقامته عن طريق وسائل الاعلام والاتصال، وتوضح فكرة المشروع وأهدافه وطبيعة نشاطه ومصرفه وطريقة الاكتتاب فيه، وكذلك تحديد الجهة المعنية لتلقي الاكتتاب.

3- إنشاء شركة ذات غرض خاص(SPV) مهمتها إصدار الصكوك الوقفية، وإدارة محافظ الصكوك والمشروع الوقفي نيابة عن المؤسسة الوقفية، وتكون في نفس الوقت وكيلا عن الواقفين وهم حملة الصكوك الوقفية، كما تتولى إعداد نشرة الإصدار التي تضم وصفًا مفصلًا عن الصكوك الوقفية وأهدافها والموقوف عليهم وشروط الاكتتاب.

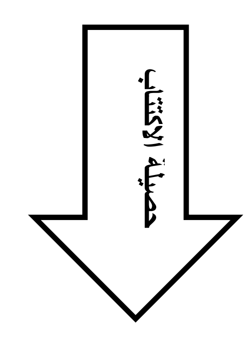
4- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك المتساوية القيمة تعادل المبلغ المطلوب الاستثمار الوقفي، وتكون قابلة للتداول في الأسواق الثانوية.

[1]) توفيق خطاب، مرجع سبق ذكره، ص 12.

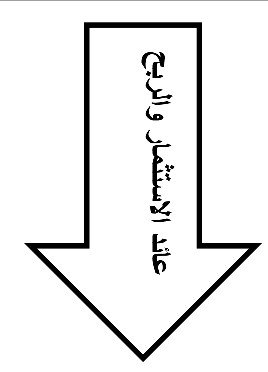
## الشكل رقم (2 ) خطوات اصدار الصكوك الوقفية[1]




الشركة ذات الغرض الخاص




عملية استثمار المال الموقوف
ومن تم توزيعه على الموقوف
عليهم من خلال المؤسسة الوقفية




المؤسسة الوقفية التي تقوم بتوزيع العائد
والمنافع على الموقوف عليهم

---

[1] ) اعداد الباحث.

**خامساً/ تصكيك المشروع الوقفي والفرق بين الصكوك الوقفية وصكوك الاستثمار:**

تتضمن خطوات إجراء إصدار الصكوك باختصار ما يلي:

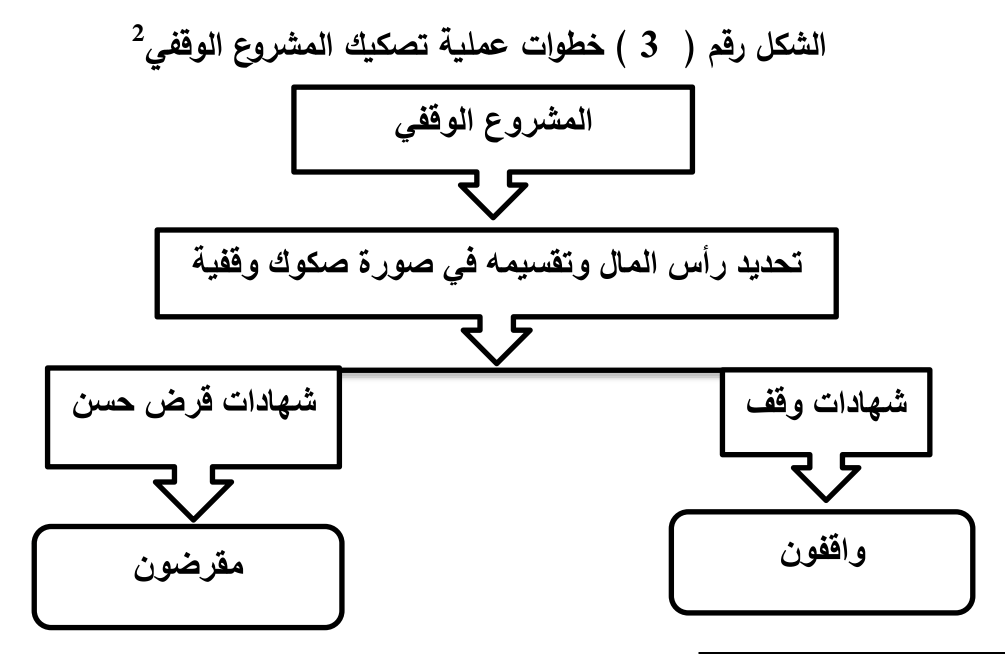
- إنشاء موجودات: وهي موجودات قابلة للتصكيك حسب ضوابط الشريعة الإسلامية.
- نقل ملكية الموجودات من خلال وضعها في شكل أوراق مالية ( صكوك).
- إصدار الأوراق المالية ( الصكوك) إلى المستثمرين.

وبالرغم من توافق صكوك الاستثمار والصكوك الوقفية من حيث الشكل باعتبار كليهما يمثل نصيبا في رأس مال مشروع استثماري مقسم إلى حصص متساوية تصدر في صورة صكوك، إلا أن الصكوك الوقفية تختلف عن صكوك الاستثمار من حيث الهدف والمضمون فصاحب صكوك الاستثمار يهدف إلى تحقيق الربح منها على أساس قاعدة الغنم بالغرم، في حين صاحب صكوك الوقف فيهدف تحقيق عائدا آخرويا بشرائه للصك بنية الصدقة الجارية، فهو صك استثماري بهدف آخروي.[1]

وتعتبر عملية تصكيك رأس المال أحد الأساليب التي قد يلجأ إليها الصندوق الوقفي في تمويل المشاريع الوقفية وخاصة ذات السمة الاستثمارية منها، وما يميز هذا الأسلوب هو امكانيته البحث عن الواقفين بدلًا من انتظارهم، إلا أنه في الواقع العملي لازالت أغلب المؤسسات والصناديق الوقفية تعتمد بالأساس عما يأتيها من أوقاف دون البحث عنها.

إن الأصل أن يتم تمويل المشاريع الوقفية عن طريق الأوقاف، في حين يبقى القرض الحسن مكملا في حالة العجز، والشكل التالي يبين عملية التصكيك للمشروع والذي قد يكون رأس المال ممولا كليا بالأوقاف، أو ممولا كليا بالقروض الحسنة، أو كان التمويل مزيجا بينهما.

**الشكل رقم ( 3 ) خطوات عملية تصكيك المشروع الوقفي**[2]




[1] ) رحيم حسين، تصكيك مشاريع الوقف المنتج: آلية لترقية الدور التنموي ودعم كفاءة صناديق الوقف- حالة صناديق الوقف الريفية، مؤتمر الصكوك الإسلامية وادوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، إربد، 12-13/ نوفمبر 2013، ص10.

[2] ) اعداد الباحث.

وقد لا يركز الصندوق على الوقف في تصكيكه لرأس المال حيث قد يقبل تمويل المشاريع أو بعضها بالقروض الحسنة، فالتصكيك على القروض الحسنة ( شهادات قرض حسن) قد يكون بصفة كلية، وقد يكون ما بين الوقف والقرض الحسن بنسب معينة وفقا لطبيعة نشاط المشروع.

وبالتالي تتم عملية تصكيك رأس مال المشروع الوقفي بإحدى الطريقتين:( تصكيك كلي على الوقف- تصكيك بنسبة بين الوقف والقروض الحسنة).

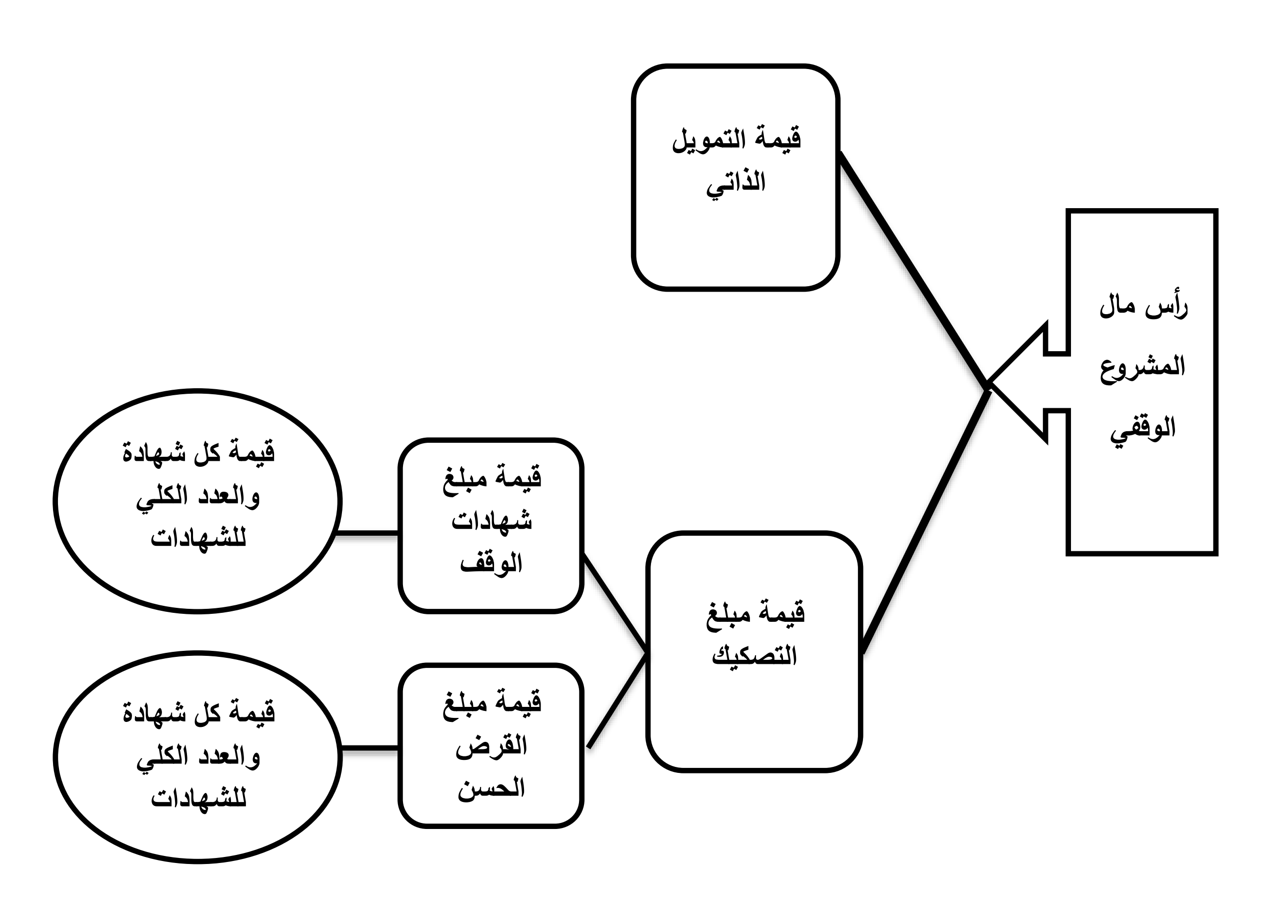
وباعتبار أن الوقف يخرج عن تصرف الواقف ولا يرد فإنه لا يتضمن مسألة الضمان، في حين تبقى القروض الحسنة دينا واجب السداد وضمانها يقع على عاتق الصندوق، وبالتالي لابد من تغطية لهذه الديون، وهو ما يتطلب دراسات الجدوى للمشاريع التي ينفذها الصندوق، وخاصة في حال التمويل عن طريق المضاربة أو المشاركة، حيث لا مجال لطلب ضمانات من المتمولين، حيث القاعدة تكمن في الغنم بالغرم، ويخسر الصندوق رأس ماله في حالة فشل المشروع من دون تعدٍ أو تقصير من المضارب، إلا أنه في حالات أخرى كوضع معدات وتجهيزات المجسدة لرأس المال تحت التصرف للعمل بها، أو في حالة منح قروض حسنة، يحق للصندوق طلب ضمانات من المستفيدين منها، وبالإضافة إلى ذلك فإن على الصندوق الاستفادة من تغطية آلية صناديق الضمان التكافلي. ومن الناحية الفنية يتوقف عدد الشهادات المصدرة للوقف وللقرض الحسن، على كل من حجم رأس مال المشروع والقيم الاسمية الشهادات المصدرة، وكلما كانت قيمة الشهادات المصدرة صغيرة زاد عدد الواقفين[1].

وتجدر الاشارة إلى أن هناك من الأشخاص من يساهم بعدة شهادات، ونظراً لاختلاف طبيعة كل من الوقف والقرض الحسن، حيث يفضل تصغير مبلغ شهادات الوقف مثلاً( 10 دينار) بهدف زيادة عدد الواقفين ونشر ثقافة الوقف، بينما يكون مبلغ شهادات القرض أعلى نسبيًا على سبيل المثال(100 دينار)، فإن هناك من يرى تجزئة رأس مال المشروع إلى جزئين قبل تصكيكه: جزء يتم إصداره في شكل شهادات وقف وهو الأكبر، وجزء أخر يتم إصداره في شكل شهادات قرض حسن. كما أن توسيع قاعدة الواقفين من خلال تصغير مبلغ شهادات الوقف يمثل هدفاً اقتصاديًا واجتماعيا وشرعيا، غير أنه من جهة أخرى يجب الأخذ في الاعتبار تكلفة عملية الاصدار، سواء كانت عملية الاصدار من خلال البنك أو مؤسسة مالية متخصصة أو تمت عن طريق الصناديق الوقفية نفسها، وهي تكاليف يتحملها الصندوق[2].

[1] ) رحيم حسين، **تصكيك مشاريع الوقف المنتج: آلية لترقية الدور التنموي ودعم كفاءة صناديق الوقف- حالة صناديق الوقف الريفية**، مؤتمر الصكوك الإسلامية وادوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، إربد، 12-13/ نوفمبر 2013، ص13.

[2] ) رحيم حسين، مرجع سبق ذكره، ص13

**الشكل رقم ( 4) تصكيك مشروع وقفي**




**الشكل رقم ( 5 ) بيانات الصك الوقفي**

صندوق الوقف المحلي لمنطقة: ......................

العنوان:..................................

صك وقف

قيمة الوقف: ( مبلغ الصك)

بموجب هذا الصك تم وقف مبلغ هذا الصك وهو..................( المبلغ بالحروف)

من طرف..................( الواقف) بالصندوق الوقفي لمنطقة : ...............

بغرض إنجاز مشروع......................... بمنطقة.........................

حرر في ................. بتاريخ.........................

توقيع الناظر/ ختم الصندوق توقيع الواقف:......

- **خطوات اصدار الصكوك الوقفية التبرعية:**

1- تختار هيئة الأوقاف مشروع معين يلبي حاجة المجتمع من سلع او خدمات وتعمل على انشائه ليصرف ريعه على اوجه البر وفق شروط الواقفين.

2- تقوم الهيئة او الوزارة بتكليف لجنة للمشروع المختار تسمى لجنة المشرع الوقفي ...( باسم المشروع أو غرضه)؛ وتتكون هذه اللجنة من أعضاء في تخصصات الاقتصاد والتمويل والفقه والقانون؛ تقوم هذه اللجنة بمتابعة عملية انجاز المشروع مع مراعاة شروط الواقفين والهدف من المشروع.

3- تقوم اللجنة بدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الوقفي؛ كما تقوم بتقدير كل احتياجاته وتقييم رأسماله والمخاطر التي يمكن أن تواجهه وضماناته.

4- تقوم لجنة المشروع بتحضير الصكوك الوقفية والتي يفضل أن تكون في صورة ثلاثة فئات على الاقل على سبيل المثال: ( 1000 -2000 -10000) دينار؛ كما يسمح للشخص الواحد المساهمة بعدة صكوك.

5- عرض برنامج المشروع وصكوكه على افراد المجتمع ومؤسساته واجراء الترتيبات الادارية والقانونية المتعلقة بعلاقة الأفراد والمؤسسات بالمشروع.

6- يتم من خلال وسائل الاعلام الاعلان عن المشروع الوقفي وفتح المجال لافراد المجتمع ومؤسساته للمشاركة في المشروع الوقفي.

7- تستقبل هيئة الاوقاف ومؤسساتها التبرعات الوقفية من أفراد ومؤسسات المجتمع؛ وتقدم لهم الصكوك وفقا لمساهمتهم النقدية.

8- تقوم الهيئة او مؤسساتها بالإعلان عن الهدف المخطط لمشروعها الوقفي المطروح للمساهمة التمويلية؛ وتقفل التبرعات حتى الاعلان عن مشروع وقفي آخر.

9- تبدأ اللجنة الوقفية إنشاء وانجاز المشروع الوقفي وفقاً للخطوات المطروحة مع التدقيق التقني والمالي والقانوني في كل مراحل المشروع.

10- بعد الانتهاء من انشاء المشروع الوقفي ينطلق عمله وتبدأ الوزارة بعد فترة من عمله في توزيع عوائده وتوزيع أرباحه وفقاً لمصارفه المحددة. مع الأخذ في الاعتبار الضوابط الشرعية كشروط الواقفين والأمور المالية كمصروفات الاهلاك والأجور والتكاليف الأخرى.

كما تجدر الإشارة إلى ضرورة الآخذ في الاعتبار تخصيص نسبة محددة من قيمة الصك في حدود مثلاً 10٪ من قيمة الصك؛ حيث يتم توجيه هذه النسبة للمحافظة على أصل المال الوقفي من خلال الانفاق على صيانة وتطوير المشروع الوقفي سواءً فيما يخص النفقات الرأسمالية نفقات المعدات

الإنتاجية أو ما يخص نفقات التسيير الوقفي كنفقات الموظفين ونفقات الصيانة والطاقة. فعلى سبيل المثال عندما قمت هيئة الأوقاف بالسودان بطرح الأسهم الوقفية قامت بكتابة عبارة " تحسب نسبة 10٪ من السهم وقفاً على رعاية العمل الوقفي وتطويره"[1] كما يتبين بالشكل التالي رقم ( 6 ).

**الشكل رقم ( 6 ) صورة لصك وقفي صادر عن هيئة الأوقاف الإسلامية بولاية الخرطوم–السودان[2]**

بسم الله الرحمن الرحيم

هيئة الأوقاف الإسلامية - ولاية الخرطوم

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم ( إذا مات ابن آدم انقطع عمله إلا من ثلاث: (صدقة جارية ، او علم ينتفع به أو ولد صالح يدعو له)

سهم وقفى فئة 100 جنيه

مشروع وقف اليتيم
مشروع وقف رعاية المرضى
مشروع وقف إفطار تلميذ
مشروع وقف طباعة المصحف الشريف
مشروع وقف إفطار صائم
مشروع وقف رعاية الطلاب
مشروع وقف ذوى الإحتياجات الخاصة
مشروع وقف دعم ورعاية المساجد
مشروع دعم الفقراء والمساكين

تحسب نسبة ١٠٪ من السهم وقفاً على (رعاية العمل الوقفى وتطويره)

سهم وقفى
فئة 100 جنيه
اسم الواقف..............................

مشروع وقف اليتيم
مشروع رقف رعاية المرضى
مشروع وقف إفطار تلميذ
مشروع وقف طباعة المصحف الشريف
مشروع وقف إفطار صائم
مشروع رقف رعاية الطلاب
مشروع وقف ذوى الإحتياجات الخاصة
مشروع وقف دعم ورعاية المساجد
مشروع دعم الفقراء والمساكين

تحسب نسبة ١٠٪ من السهم وقفاً على: (رعاية العمل الوقفى وتطويره)

## المبحث الثالث

## الآثار التنموية للصكوك الوقفية:

يكمن الدور التنموي للصكوك الوقفية في الأهمية الاقتصادية والاجتماعية للوقف نفسه عبر التاريخ الإسلامي، والصكوك الوقفية كما أشرنا سابقا عبارة عن وسيلة معاصرة نسبيًا لتمويل واستثمار الوقف، فهي إحدى الأدوات الحديثة التي من خلالها تتحقق الأهداف التنموية للوقف، ففي الحقيقة عند استعراضنا للدور التنموي للصكوك الوقفية نستعرض الآثار التنموية للوقف مع بعض الخصائص التي تميز عملية إصدار هذه الصكوك.

فالمفهوم الاقتصادي للوقف يتمثل في تحويل جزء من الدخول والثروات إلى موارد تكافلية دائمة تُخصص منافعها من سلع وخدمات وعوائد لتلبية احتياجات الجهات والفئات المتعددة المستفيدة بما يساهم في زيادة القدرة الإنتاجية اللازمة لتكوين ونمو القطاع التكافلي الخيري الذي يُعد أساس الاقتصاد الاجتماعي في الاقتصاد الإسلامي[3].

---

[1] ) عبدالقادر قداوي, **تصكيك موارد الصناديق الوقفية كآلية لتمويل المشاريع التنموية- نماذج مؤسسات اقتصادية واجتماعية**, الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية,

[2] ) نفس المرجع السابق.

[3] ) صالح صالحي, نوال بن عمارة, "**الوقف الإسلامي ودوره في تحقيق التنمية المستدامة – عرض للتجربة الجزائرية في تسيير الأوقاف**-", المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية, العدد الأول, (ديسمبر, 2014), ص 153.

فالوقف تحويل للأموال عن الاستهلاك الحالي بهدف استثمارها في أصول رأسمالية إنتاجية تساهم في تقديم المنافع والسلع والعوائد التي ينتفع منها مستقبلاً[1]. وبمعنى أبسط فإن الوقف يتمثل في بناء ثروة إنتاجية تنظر بعين البر والاحسان للأجيال القادمة وتقوم على التضحية الآنية بفرصة استهلاكية مقابل تعظيم الثروة الإنتاجية الاجتماعية، التي تعود منافعها على المجتمع مستقبلاً وهو ما يتضمن مفهوم التنمية المستدامة[2].

**وتتمثل الأهمية التنموية لعملية تصكيك المشروع الوقفي على مستوى أطرافه فيما يلي[3]:**

أ. **بالنسبة للمشروع والمستفيدين منه**: تسمح عملية التصكيك بتدبير الأموال اللازمة لانطلاق المشروع، مما يساهم في تحرير مبادرات الأفراد وتوظيف الأيدي العاملة وبالتالي تحفيز الإنتاج وتقليص معدلات البطالة التي تعاني منها المجتمعات الإسلامية.

ب. **بالنسبة للواقفين**: تتيح عملية تصكيك المشاريع توسيع نطاق مجتمع الواقفين وسبل العمل الخيري، مما يقوي روح التضامن بين أفراد المجتمع.

جـ. **بالنسبة لصندوق الوقف**: تساهم عملية التصكيك في تعزيز الدور التنموي للصندوق ودعم فعاليته، حيث ينتعش نشاطه وترتقي سمعته والثقة فيه، مما ينمي عملية المساهمة فيه من قبل الأفراد والمؤسسات والهيئات، وبالتالي يضمن استمراريته بفاعلية.

د. **بالنسبة للمجتمع**: تخلق هذه المشاريع ديناميكية في الأقاليم المتواجدة فيها، حيث أن هذه المشروعات تساهم في تحريك الأنشطة والحرف الأخرى المرتبطة بها، وستوفر فرص العمل، هذا بالإضافة إلى استفادة السكان المحليين من إنتاج المشروع بتكاليف تنافسية.

وفيما يلي أهم الآثار التنموية للوقف بشكل عام وللصكوك الوقفية بشكل خاص:

**1 – دور الصكوك الوقفية في دعم القطاع الخيري:**

مع تحول اقتصاديات البلدان من الاقتصاد المركزي إلى اقتصاد السوق وتولي القطاع الخاص وسيطرته على العديد من الخدمات ليديرها وفقاً لما يحقق مصالحه، وما نتج عن ذلك من زيادة حجم الفجوة بين الأغنياء والفقراء أصبح لزاماً وجود قطاع خيري فعّال كصمام أمان خاصةً للطبقة الفقيرة من المجتمع ويساهم في توفير الخدمات الأساسية لهم، وهو ما قام به القطاع الوقفي من خلال أدواته التمويلية والاستثمارية والتي منها الصكوك الوقفية.

---

[1] ) منذر قحف, **الوقف الإسلامي: تطوره – إدارته- تنميته**, ط1( بيروت: دار الفكر المعاصر, 2000), 66.

[2] ) أحمد محمد الجمل, مرجع سبق ذكره, ص130.

[3] ) رحيم حسين, **تصكيك مشاريع الوقف المنتج: آلية لترقية الدور التنموي ودعم كفاءة صناديق الوقف- حالة صناديق الوقف الريفية**, مؤتمر الصكوك الإسلامية وادوات التمويل الإسلامي, جامعة اليرموك, إربد, 12-13/ نوفمبر 2013, ص11.

**2- دور الصكوك الوقفية في الحد من مشكلة البطالة:**

كما نعلم تعتبر مشكلة البطالة من أكبر المشاكل الاقتصادية التي تعاني منها المجتمعات خاصة في البلدان النامية التي تعاني من فجوة المدخرات التي تلبي حاجة الاستثمارات؛ مما يؤثر سلباً على اقامة المشروعات الإنتاجية أو التوسع في ما هو قائم منها؛ وهو ما أدى إلى زيادة عدد العاطلين عن العمل وارتفاع معدلات البطالة إلى معدلات وصلت إلى 30٪ في بعض البلدان النامية وفقاً لإحصائيات صندوق النقد الدولي لعام 2018؛ وبالتالي تأتي أهمية القطاع الوقفي والصكوك الوقفية بشكل خاص كأداة لتمويل المشروعات الاستثمارية والتي بدورها تمتص الاعداد الكبيرة من العاطلين عن العمل وترفع المستوى المعيشي لهم.

**3- دور الصناديق والصكوك الوقفية في مكافحة الفقر وتقديم الخدمات:**

يعمل الوقف من خلال مؤسساته على رعاية الفقراء بواسطة صندوق وقفي يوجه إلى مكافحة الفقر ورفع مستوى المعيشة للفقراء؛ وتقديم الخدمات التي لا يمكنهم الحصول عليها من الدولة كالتعليم والصحة والكهرباء والمياه؛ ويأتي ذلك من خلال أسلوبين:

أ. تمويل مباشر من خلال إنشاء صندوق مفتوح يمكن أن يظل الاكتتاب في صكوكه الوقفية مستمرا لقبول أوقاف جديدة؛ وتستخدم الحصيلة في المساهمة في إنشاء أو صيانة او توسعة المدارس والمستشفيات والمكتبات ومحطات الكهرباء وغيرها من المنشآت الخدمية.

ب. تمويل غير مباشر من خلال استثمار حصيلة الاكتتاب في مشروعات؛ والانفاق من عائدها على انشاء وتوسعة المرافق الخدمية المختلفة.

**4- دور الصكوك الوقفية في التنمية المستدامة:**

يمكن أن تسهم الصكوك الوقفية بشكل فعّال في التنمية المستدامة باعتبارها أداة لتمويل القطاعات الخدمية التي تشكل عبئا على ميزانية الدولة مما يحفظ ويوفر الموارد المالية للدولة لخدمة الأجيال القادمة. كما أن الوقف في حد ذاته يعني الإبقاء على أصل المال سواء كان نقدي أو مادي في صورته الأولية على الأقل؛ وهو ما يعني المحافظة على الموارد المالية المتاحة لتحقيق استمرارية إنتاجيتها ومنافعها.

**5- دور الصكوك الوقفية في الادخار:**

من خصائص الصكوك الوقفية أنها تراكم ادخاري ناتج عن تجميع المدخرات الجزئية للأفراد؛ مما يتيح تمويل أكبر للمشاريع الاستثمارية الخدمية والانتاجية.

ويمكن تعريف الوقف من باب الادخار بأنه حفظ المال وتوجيهه نحو الاستثمار وأوجه الانفاق المحددة له بشرط المحافظة على أصل المال وديمومته.

وهذا التعريف يبين العلاقة بين الوقف والادخار من خلال معنى حفظ المال ومنع العين الموقوفة عن أنشطة التبادل في السوق، فالادخار يتمثل في حفظ الأموال الموقوفة وحجزها عن عمليات التداول الأني واستدامتها بهدف الاستفادة من إنتاجيتها ومنافعها حاضراً ومستقبلاً.

**6- دور الصكوك الوقفية في الاستهلاك:**

الوقف بأنواعه المختلفة يساهم في دعم الاستهلاك، باعتبار أن تلك الكمية الكبيرة من أموال الوقف إما أن يستفيد منها الموقوف عليهم مباشرة، أو يعطى ريعها وغلتها وأجرها للمستحقين من الفقراء والعلماء والأطباء وتكون لهم القدرة على الشراء وزيادة الانفاق الاستهلاكي. وكما نعلم فإن معظم المستفيدين من الأوقاف هم من الفقراء والمحتاجين وبعض أصحاب الدخول المتوسطة، مما يعني أن أغلب المستفيدين من الأوقاف هم أولئك الذين ينفقون كل دخلهم على شراء السلع والخدمات الاستهلاكية لسد حاجاتهم الضرورية ويكون الميل الاستهلاكي لهذه الفئة من المجتمع قريب من 100٪ من دخلها. وهو ما يعني دفعهم باتجاه زيادة الاستهلاك الكلي في المجتمع. وباعتبار أن الاستهلاك أحد مكونات الطلب الكلي فإنه سيتأثر أيضا بالزيادة مما يحفز العرض الكلي المتمثل في الإنتاج والاستثمار.[1].

**7- أثر الوقف على إعادة توزيع الثروات:**

يساهم الوقف في إعادة توزيع الدخول والثروات بطريقة تحقق العدالة في التوزيع وتقلل التفاوت في توزيع الدخل، فالوقف بطبيعته يقلل من التركيز السلبي للثروات، مما يجعل المؤسسات الوقفية أداة فعّالة من أدوات توزيع الثروات والدخول في الاقتصاد.

فالوقف يحقق الأساس الذي تعتمد عليه عملية توزيع الدخل في الاقتصاد الإسلامي، باعتباره يزيل ملكية الواقف عما وقفه وتنتقل هذه الملكية لله سبحانه وتعالى، وتملك الجهة الموقوف عليها هذا الوقف، وبالتالي يكون للوقف أثر فعّال في إعادة توزيع الثروة المدخرة لدى الأغنياء لصالح باقي فئات المجتمع. كما يتميز هذا التوزيع باعتماده على أساس التوزيع الجغرافي لعملية التنمية الوقفية لتشمل مختلف المناطق واشراك الجميع في التنمية[2]. كما يساند الوقف المؤسسات الخيرية التي تساعد الفقراء من خلال دعمها بالمال الذي يعينها على أداء رسالتها الانسانية. ويمكن تلخيص دور الوقف في إعادة توزيع الدخول من خلال النقاط التالية:

أ. الحد من الفجوة المعيشية بين أفراد المجتمع: حيث يعمل الوقف على تأمين حد الكفاية لمختلف فئات المجتمع، مما يساعد على تقليل التفاوت الاقتصادي بين فئات المجتمع.

ب. تنويع آليات التوزيع العادل للدخل: حيث يأتي الوقف مرادفاً للزكاة كآلية فعالة للتوزيع العادل للدخل. فللوقف دور في توسيع دائرة الطبقة الوسطى في المجتمع وتحقيق التكافل

---

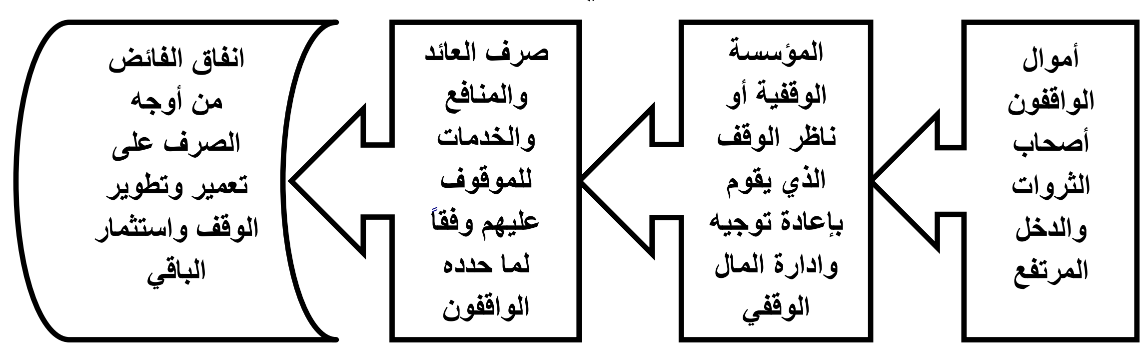
[1]) محمود بن ابراهيم الخطيب، "**أثر الوقف في التنمية الاقتصادية**"، مؤتمر الأوقاف الأول في المملكة العربية السعودية، ( مكة المكرمة: جامعة أم القرى، 1422هـ)، ص 261.

[2]) الوقف وأثره في تنمية الاقتصاد الإسلامي، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، 2007، ص 64.

الاجتماعي باعتبار أن الوقف يقلل من دخل ذوي الثروات الكبيرة ويزيد من دخول ذوي الثروات القليلة مما يساهم في تقليل الفجوة بين الأغنياء والفقراء[1].

والشكل التالي (7) يبين حركة أموال الوقف من الحبس ( الادخار) إلى أوجه نفقاتها.

**الشكل رقم (5 ) دور الوقف في اعادة توزيع الدخل[2]**




وكلما تنامى الوعي المجتمعي بأهمية الوقف ودوره الاقتصادي والاجتماعي في المجتمع كلما ازدادت مخصصات الأفراد الموجهة للأنشطة والمجالات الوقفية ويزداد الادخار الاجتماعي التكافلي[3].

**8– أثر الوقف في تحمل بعض الأعباء المالية للدولة:**

تعاني أغلب الدول من تزايد الأعباء المالية مما تشكل ثقلاً على موازناتها وتحملها للعجز المالي[*] قد يؤدي بها إلى الافلاس ويجعلها تلجأ إلى الاقتراض لتمويل موازنتها.

وبالتالي يأتي دور الوقف كقطاع ثالث يتحمّل جزء من الأعباء المالية للدولة من خلال تقليل نفقات الدولة والمتمثل في تكفل الوقف بإنشاء وتمويل الكثير من المؤسسات الاقتصادية والاجتماعية في الدولة ومنها المؤسسات التعليمية (وخاصةً الدينية منها) والصحية ورعاية المحتاجين والضعفاء والوقف على مشاريع البنية التحتية والخدمات العامة.

فالوقف يدعم الموازنة العامة للدولة من خلال مبادرة الجهات المُوقفة لدعم الأنشطة التي تدخل في أغراض الوقف وتحقق شروط الواقفين مثل مجالات التعليم والصحة ومساعدة المحتاجين مما يخفف العبء على الموازنة العامة للدولة كما يمكن أن يدعم الوقف الجهات العامة من

---

[1]) علي محيي الدين القره داغي," **دور المؤسسات المالية الإسلامية في تنمية وتطوير الوقف الإسلامي- دراسة فقهية-**", مؤتمر الدوحة الرابع للمال الإسلامي : المستجدات المالية المعاصرة والبناء المعرفي,( الدوحة: بيت المشورة للاستشارات المالية, فندق شيراتون, 9 يناير 2018), ص 93.

[2]) من اعداد الباحث.

[3]) صالح صالحي, "**الدور الاقتصادي والاجتماعي للقطاع الوقفي**", مجلة العلوم الانسانية, جامعة محمد خضير بسكرة, العدد السابع, (فبراير, 2005), ص169.

[*]) يتمثل العجز المالي في زيادة النفقات العامة عن الايرادات العامة للدولة مما يجعلها في حالة عجز يحتاج إلى التمويل لتفادي الوقوع في مشكلة الاقتراض والمديونية.

خلال تلقيه الطلبات من الجهات العامة والنظر في تلك الطلبات للصرف من حيث المشروعية بحيث يحقق أغراض الوقف ولا يخرج عن شروط الواقفين بوجه عام[1].

كما يسهم الوقف في اعادة توزيع الثروة فعملية التوزيع الأولي للدخل القومي تؤدي إلى حصول كل عنصر من عناصر الإنتاج والمتمثلة في الموارد الطبيعية، رأس المال، التنظيم، على نصيبه من مساهمته في العملية الإنتاجية، وينتج عادةً عن عملية التوزيع الأولي للدخل القومي تفاوت في دخول الأفراد وتراكم الثروات، مما يؤدي إلى زيادة الفجوة المادية بين فئات المجتمع، وبالتالي يأتي دور الوقف كأداة طوعية يلتزم بها الأفراد من القادرين وأصحاب الثروات باتجاه جهات النفع العام والفقراء والمساكين تحقيقاً لعملية إعادة توزيع الدخل وتحقيق العدالة الاجتماعية النسبية[2].

**9- دور الوقف في تحقيق التكافل الاجتماعي:**

يعرف التكافل الاجتماعي بأنه " المجال المتروك للأفراد وجهودهم واموالهم، كلٌ بقدر استطاعته في سبيل دينهم ومجتمعهم واخوتهم"[3] وقد ترك الإسلام للأفراد حرية المساهمة بما ينفع مجتمعهم وحرص على ألا يتم الاعتماد الكلي على الدولة في سد احتياجات المجتمع. ويعتبر الوقف أحد الأدوات التي من خلالها يبادر أفراد المجتمع بتقديم المنفعة الاجتماعية والاقتصادية لمجتمعهم بهدف تحقيق التكافل الاجتماعي. ويتضح الدور الفاعل للوقف في التكافل الاجتماعي من خلال الوقف الذري و الخيري، وللتكافل الاجتماعي من خلال الوقف خصائص منها ما يلي[4]:

أ. الصيغة الجماعية: وذلك باعتبار أن الوقف في اباحته في الإسلام هو اتجاه جماعي من ناحيتين: فمن جهة هو ملكية جماعية ومن جهة أخرى هو نظام يفتح المجال للمسلم بأن يدفع بعض أمواله لوجوه الخير.

ب. لا يوجد تحيز في الوقف من ناحية توزيع المنافع والموارد، وذلك باعتبار أن الرعاية التي تغطيها مصاريف الضمان الاجتماعي في الاقتصاد الوضعي تتجه إلى الفئات العاملة التي ترتبط مباشرة بالعملية الإنتاجية، إلا أنه في الشريعة الإسلامية يغطي كل أفراد المجتمع.

جـ. الوقف يمثل التكافل البشري التلقائي، حيث لا تفرضه الدولة وإنما تطوعي من الأفراد.

د. لا يرى الواقف المستفيد عادةً، لأن الواقف قد يكون توفي من زمن بعيداً، أو لأنه يضع الوقف بين يدي جهة مختصة، وهو ما يمثل الفارق بين الوقف والضمان الاجتماعي الذي يكون المستفيد فيه تحت رحمة تشريعات وضعية تتغير من زمن لآخر.

---

[1] ) محمد سعيد البغدادي, **الوقف وأثره في تنمية الاقتصاد الإسلامي**,( دبي: منتدى الاقتصاد الإسلامي, دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري, 2017), ص71.

[2] ) سليم هاني منصور, "**الوقف ودوره في التنمية الاجتماعية**", المؤتمر الثاني للأوقاف: الصيغ التمويلية والرؤى المستقبلية, ( بيروت: جامعة الإمام الأوزاعي, 2007), ص 24.

[3] ) عطية عبدالواحد, **حق الفقراء المسلمين في ثروات الأمة المسلمة**, ط1 (القاهرة: دار النهضة العربية, 1992), ص141.

[4] ) سليم هاني منصور, **الوقف ودوره في التنمية الاجتماعية**, مرجع سبق ذكره, ص 25-26.

ه. استمرارية التكافل الاجتماعي: فالوقف تدفق دائم يتصف بالممارسة المنظمة والدائمة للعطاء، ويجمع بين عملية التكافل والتمويل لهذه المؤسسات الوقفية، ويساهم في دعم ورفع القدرات الإنتاجية للأفراد لتصبح أكثر عطاءً واستمرارية في الإنتاج. كما تتسم منفعته بالثبات والدوام وتأخذ في اعتبارها حقوق الأجيال القادمة في الاستفادة من الموارد والثروة الحالية[1].

**10 . الصكوك الوقفية ودورها في تنمية القطاعات الخدمية:**

يمكن أن يلعب الوقف دوراً فعّالاً في تنمية وتطوير القطاعات الخدمية والتي من أهمها التعليم والصحة، ولا يحدث ذلك فقط من خلال وقف الأصول الثابتة وإنما أيضاً من خلال وقف الأصول السائلة أيضاً، وذلك باعتبار أن أصحاب رؤوس الأموال غالبًا وأكثرهم ممن يملكون أصولا سائلة، وبالتالي بإمكانهم المساهمة في تمويل بعض القطاعات الخدمية من خلال شراء الصكوك الوقفية التي تصدرها المؤسسات الوقفية. فعلى سبيل المثال في قطاع التعليم يمكن للمؤسسة الوقفية أن تتبع في تنفيذ مشروع تمويل الطلبة والمؤسسات التعليمية إحدى الطريقتين التاليتين[2]:

1 – أن يتم تمويل الطلاب والمؤسسات التعليمية من عوائد استثمار حصيلة الاكتتاب: حيث تقوم المؤسسة الوقفية باستثمار جميع النقود التي تجمعت لديها من حصيلة الاكتتاب في الصكوك الوقفية.

2 – أن تقوم المؤسسة الوقفية بتقسيم حصيلة الاكتتاب إلى جزئين: يُستثمر جزء من حصيلة الاكتتاب بصيغ الاستثمار المعروفة لتحقيق استمرارية الوقف، أما الجزء الثاني يخصص لتمويل الطلاب والمؤسسات التعليمية، حيث يمكن للمؤسسة الوقفية أن تقوم بتمويل المؤسسات التعليمية والطلاب من خلال ثلاثة وسائل كما يلي[3]:

أ. التبرعات: حيث تُقدم المؤسسة الوقفية تبرعات في صورة منح دراسية، أو إنشاء مؤسسات تعليمية جديدة، أو صيانة وتطوير المؤسسات التعليمية القائمة. مع الأخذ في الاعتبار أن عملية التبرع يجب أن تتم وفقا لشروط محددة منها: أن تصرف هذه المنح الدراسية على الطلاب من ذوي الفئات المحتاجة كأبناء الفقراء والمساكين واليتامى ويتم التحقق من الفئة المستفيدة من المنح من خلال بعض الوثائق والمستندات التي تقوم بالاطلاع عليها المؤسسة الوقفية المانحة، كما يمكن أن تتوسع مصروفات المنح لتغطي السكن الطلابي والطعام والرعاية الصحية، كما يمكن أن تكون هذه المنح مرتبطة بضرورة توجيه الطلاب المستهدفين إلى دراسة تخصصات معينة مطلوبة من المجتمع

---

[1] ) محمد بن أحمد بن صالح الصالح، **الوقف في الشريعة الإسلامية وأثره في تنمية المجتمع**، ط1، ( الرياض: مكتبة الملك فهد الوطنية، 2001)، ص 202.

[2] ) محمد ابراهيم نقاسي، ومحمد ليبا، **الصكوك الوقفية وأهميتها في تمويل مجال التعليم**، الجامعة الاسلامية العالمية، ماليزيا. 2015.

[3] ) المصدر نفسه.

ولسوق العمل لتحقيق هدف التوظيف من جهة وسد حاجة المجتمع من التخصص من جهة أخرى.

كما أن التبرعات الموجهة نحو بناء وتطوير وصيانة المؤسسات التعليمية يجب أن توجه إلى المناطق التي تعاني من نقص بها بسبب التهميش أو بسبب قلة الامكانات المادية؛ وهو ما يحقق هدف التنمية المكانية وعدالة التوزيع الجغرافي للموارد والقطاعات الخدمية.

ب. القرض الحسن: يمكن أن تقوم المؤسسة الوقفية بتمويل الطلاب غير المقتدرين من خلال القرض الحسن والذي يساعدهم على دفع الرسوم الدراسية وايجار السكن وشراء الكتب وكل ما يوفر لهم البيئة التعليمية المناسبة. حيث تقوم المؤسسة الوقفية باستلام الطلبات من الطلبة المحتاجين للقرض الحسن وتقوم بدراسته لتتحقق من الشروط المطلوبة في المستهدفين؛ ومن يتم الموافقة على طلباتهم يتم التوقيع على عقد القرض معهم والذي يتضمن جدول زمني لسداد القرض (بعد تخرج الطالب) وقيمة الأقساط الدورية.[1]

كما يمكن للمؤسسة الوقفية أن تقدم القروض الحسنة للمؤسسات التعليمية لصيانتها أو تطويرها.

يمكن للمؤسسة الوقفية أن تقوم بعملية تمويل الطلاب والمؤسسات التعليمية باتباع إحدى الطريقتين التاليتين:

- أن تقوم المؤسسة الوقفية باستثمار جميع حصيلة الاكتتاب في الصكوك الوقفية ثم الصرف على المؤسسات التعليمية وعلى الطلاب ( الموقوف عليهم) من أرباح الاستثمار وعوائده.
- أن يتم تقسيم حصيلة الاكتتاب في الصكوك الوقفية إلى جزئين: حيث يُستثمر الجزء الأول للحفاظ على استمرارية الوقف؛ بينما يخصص الجزء الثاني لتمويل الطلاب والمؤسسات التعليمية ( الموقوف عليهم).

جـ. الاستثمار المباشر في قطاع التعليم:

يمكن للمؤسسة الوقفية إنشاء شركة مساهمة في مجال التعليم تهتم بانشاء وتطوير المؤسسات التعليمية لتحقيق هدفين رئيسيين:

أ. تنمية الأموال الوقفية والمحافظة عليها من الاستهلاك والاستنزاف.

ب. سد حاجة المجتمع من المؤسسات التعليمية والمحافظة على استقرار القطاع التعليمي وصولا لتحقيق التنمية الاجتماعية.

كما يمكن أن يساهم الوقف من خلال الصكوك الوقفية في تمويل العديد من المشروعات الصغرى والمتوسطة من خلال الصكوك الوقفية والتي من خلالها يتم تجميع رأس المال المطلوب لهذه المشروعات؛ مما يساهم في النمو الاقتصادي للمجتمعات الإسلامية.

---

[1]) محمد ابراهيم نقاسي، ومحمد لبيا، **الصكوك الوقفية وأهميتها في تمويل مجال التعليم**، الجامعة الاسلامية العالمية، ماليزيا. 2015.

## المبحث الرابع

## تجارب بعض الدول الإسلامية في مجال الصكوك الوقفية:

**1- التجربة الماليزية مع الصكوك الوقفية:**

تعتبر ماليزيا من الدول الإسلامية التي اهتمت بالوقف كأحد مرتكزات التنمية الاقتصادية والاجتماعية وخاصة في مجال القطاعات الخدمية، ويستند دور الهيئة الوطنية للأوقاف على التزام التنمية الاقتصادية للحكومة التي أعرب عنها في خطة ماليزيا (MP) على مدى فترة خمس سنوات، وتصور دور وإنشاء الهيئة في الخطة الماليزية (MP9) موضح فيما يلي:

وقف بيت مال الزكاة والموارد والتي يتم تعبئتها نحو تعزيز وتطوير أراضي الوقف داخل المناطق الحضرية، وينطوي برنامج التنمية المتكاملة على إعادة تطوير المستوطنات السكنية مع البنية التحتية والمرافق الاقتصادية، بما في ذلك الأعمال التجارية ومباني صناعية على أرض الوقف.

وتتبع ماليزيا الخطوات التالية لتنفيذ المشروعات من خلال الصكوك الوقفية[1]:

1- تصدر الأسهم الوقفية من قبل المجالس الإسلامية في الدولة باعتبارها المسئولة عن ادارة الصندوق الوقفي، ويشتري الراغبون في الوقف من مختلف المستويات بين: (RM1، RM5، RM10) للسهم الواحد، ومن ثم منحها كوقف للمجلس الإسلامي للدولة لتولي إدارته كأمين.

2- لا يحق للواقفين الحصول على أي شكل من أشكال الأرباح، ويتلقى في المقابل كل واقف نسخة من شهادة الوقف كدليل على أنه قد ساهم في هذا المشروع.

3- يقوم المجلس الإسلامي للدولة بتوجيه رأس المال المتراكم من بيع جميع الأسهم الوقفية إلى مشروع محدد مثل بناء مركز تدريب أو مدرسة.

وقد شهدت ماليزيا إصدار للأسهم الوقفية في كل من ولاية سيلانجور وجوهار وملقا، ففي سيلانجور بلغت 15 مليون رنجيت ماليزي حتى ديسمبر 2007، تم استخدام 8 ملايين منها لبناء مسجد كالينا بجايا، واستخدمت هذه النقود الوقفية وأموال الأسهم الوقفية أيضاً لشراء 5 وحدات من متاجر في بوكيت بندر بيشانج بمجموع 1.05 مليون رنجيت وبناء مركز سايبر ومجتمع المعرفة في يسما من قبل المجلس الديني الإسلامي وتكلف حوالي 0.35 مليون رنجيت.

**التجربة السودانية:**

عملت الأوقاف السودانية على تجميع الموارد الوقفية مما أتاح الفرصة لصغار المانحين المساهمة في مجال الوقف، حيث قامت بإصدار أسهم وقفية اكتتب فيها الواقفون لامتلاك حصة موقوفة منهم

[1] ) أبوبكر سالم وأخرون, **مساهمة الصكوك الوقفية في تحقيق التنمية**, مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية, المجلد 3, العدد1, جوان 2019.

في مشروع معين، كما تم إنشاء الشركة الوقفية الأم وهي عبارة عن شركة قابضة برأس مال مصرح مقداره 3 مليار جنيه سوداني، حيث قامت الشركة القابضة بتجميع الموارد الوقفية وتولت مهمة ادارة المشروعات الوقفية الناتجة عن الاكتتاب، واستطاعت الهيئة خلال فترة قصيرة تحقيق تنمية ملحوظة في العديد من المشاريع التجارية والخدمية ومن أمثلتها: مجمع أبي جنزير التجاري وسوق النساء بمدينة ودمدني وغيرها من العقارات التجارية والخدمية[1].

**التجربة الاماراتية ( امارة الشارقة):**

قامت الأمانة العامة للأوقاف بامارة الشارقة بطرح ثلاثة فئات من الصكوك الوقفية التبرعية تحت اسم الأسهم الوقفية والتي بلغت قيمتها( 500 – 200 – 100) درهم مع حرية صاحب القسيمة في اختيار أي مصرف وقفي من المصارف ( الصناديق) التي تبنتها.

ويهدف التنوع في طرح الأسهم الوقفية وتقسيمها إلى ثلاث فئات إلى الحصول على مصادر مالية لتمويل الاستثمارات وزيادة الأصول الوقفية مستقبلا لاستثمارها في العديد من المشاريع التي تساهم الخدمات الاجتماعية التي تتفق مع مقاصد الواقفين، حيث خصصت لكل مصرف من المصارف الوقفية حسابا جاريًا في البنك لتسهيل عملية التبرع.

ولقد نتج عن تبرعات مشروع الأسهم الوقفية الذي أطلقته الامانة العامة للأوقاف في عام 2003 إنجاز عدد 5 بنايات وقفية يعود ريعها إلى مختلف أعمال الخير التي يرعاها المشروع، وبلغت ايرادات هذه المباني الوقفية 4،705،000 مليون درهم، والتي يتم انفاقها في المشاريع الخيرية المختلفة حسب أولويات المجتمع[2].

ويعتبر مشروع الأسهم الوقفية من أنجح المشاريع التي اطلقتها الأمانة لعدة أسباب من أهمها أن قيمة التبرعات المتاحة تناسب مع الامكانات المادية لكافة فئات المجتمع مما يفتح المجال للجميع للمشاركة في الوقف.

**التجربة الكويتية:**

لا يخفى على الباحثين في مجال الوقف الأهمية التي توليها الحكومات الكويتية المتعاقبة بالوقف ومؤسساته من خلال نشر ثقافة الوقف الاسلامي بين المجتمع ودوره في التنمية عن طريق توفير الدعم والتمويل للمشاريع والأبحاث في مجال الوقف، وتوفير البيئة المناسبة لنمو وتطوير المؤسسات الوقفية، ومن الوسائل التي استخدمت لتمويل واستثمار الوقف الصكوك والأسهم الوقفية والتي تأخذ الخطوات التالية[3]:

---

[1] ) محمود أحمد مهدي، **نظام الوقف في التطبيق المعاصر: نماذج مختارة من تجارب الدول والمجتمعات الإسلامية**، ( البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1432هـ)، ص112.

[2] ) أبوبكر سالم وأخرون، **مساهمة الصكوك الوقفية في تحقيق التنمية**، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، المجلد 3، العدد1، جوان 2019، ص24.

[3] ) أبوبكر سالم وأخرون، **مساهمة الصكوك الوقفية في تحقيق التنمية**، مرجع سبق ذكره، ص23 .

- يتم تحديد الوقف المراد تحقيقه.
- يحدد سعر السهم والذي يختلف وفقا للمشروع الذي اختاره الواقف.
- يودع الواقف مساهمة الوقف في حسابات بيت التمويل الكويتي في أي من بنوك الهيئة الخيرية الإسلامية العالمية.
- تقوم الهيئة الخيرية الإسلامية باستثمار الأموال المتراكمة من قبل جميع الواقفين ويتم استخدام العائدات من الاستثمار لتمويل الخدمات المختلفة وفقا لأولويات المجتمع.

**الــنتــائــــج:**

1- يمكن أن تساهم الصكوك الوقفية بفاعلية في المجتمعات الاسلامية إذا توفرت البيئة الاستثمارية والادارية والتوعوية المناسبة؛ بحيث تسهم في الحد من المشاكل الاقتصادية والاجتماعية وتؤثر ايجابيا على المتغيرات الاقتصادية الكلية والتي من أهمها الاستهلاك والادخار والاستثمار وسوق العمل.

2- إن توسيع قاعدة الواقفين من خلال تصغير مبلغ شهادات الوقف يمثل هدفاً اقتصاديًا واجتماعياً وشرعياً؛ غير أنه من جهة أخرى يجب الأخذ في الاعتبار تكلفة عملية الاصدار؛ سواء كانت عملية الاصدار من خلال البنك أو مؤسسة مالية متخصصة أو تمت عن طريق الصناديق الوقفية نفسها؛ وهي تكاليف يتحملها الصندوق.

3- للصكوك الوقفية دور فعّال في التنمية الاقتصادية والاجتماعية لما تتميز به من أسلوب تمويلي واستثماري مرن يتناسب مع حاجة كل القطاعات الاقتصادية والخدمية كما أنها تفتح المجال امام كل فئات المجتمع بالمساهمة في الوقف بحيث يصبح لهم دور في التنمية المجتمعية.

4- بالرغم من توافق صكوك الاستثمار والصكوك الوقفية من حيث الشكل باعتبار كليهما يمثل نصيبا في رأس مال مشروع استثماري مقسم إلى حصص متساوية تصدر في صورة صكوك؛ إلا أن الصكوك الوقفية تختلف عن صكوك الاستثمار من حيث الهدف والمضمون فصاحب صكوك الاستثمار يهدف إلى تحقيق الربح منها على أساس قاعدة الغنم بالغرم؛ في حين يهدف صاحب صكوك الوقف إلى تحقيق عائدا آخرويا بشرائه للصك بنية الصدقة الجارية؛ فهو صك استثماري بهدف آخروي.

5- من خلال تجارب بعض الدول الإسلامية في مجال الصكوك الوقفية يتبين أنها لم تحظى بالأهمية المطلوبة كعامل من عوامل التنمية؛ حيث تبين ضعف دورها التنموي في المجتمعات الإسلامية بالرغم من أنها نجحت تجربتها في دعم وتحفيز العديد من القطاعات خاصة الخدمية منها إلا أنها تظل محدودة جداً.

## قائمة المراجع:


1- أبوبكر سالم وأخرون, مساهمة الصكوك الوقفية في تحقيق التنمية, مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية, المجلد 3, العدد1, جوان 2019.

2- أحمد محمد الجمل, دور نظام الوقف الاسلامي في التنمية الاقتصادية المعاصرة, ط1, ( القاهرة: دار السلام, 2007).

3- أحمد ذيب, "ماذا يمكن للوقف أن يقدمه للموازنة العامة في الجزائر- الأسس والمحددات-", مجلة الشريعة والاقتصاد, ع 10, جامعة الأمير عبدالقادر للعلوم الإسلامية, الجزائر.

4- أحمد جابر بدران, التنمية الاقتصادية والتنمية المستدامة, (مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية, سلسلة كتب اقتصادية جامعية).

5- أسامة عبدالمجيد العاني, الدور التنموي للصكوك الوقفية, مجلة العلوم القانونية والاجتماعية, جامعة زيان عاشور بالجلفة, العدد التاسع.

6- أشرف محمد, تصور مقترح للتمويل بالوقف, مجلة الأوقاف, العدد التاسع, شوال 1426هـالكويت.

7- العياشي الصادق فداد, "الأدوات الاستثمارية المعاصرة لتنمية الوقف", ( بحوث مؤتمر الدوحة الرابع للمال الإسلامي, الدوحة, فندق شيراتون, 9 يناير 2018).

8- الصوفي ولد الشيباني, التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية, مجلة الفقه والقانون, العدد الرابع والثلاثون, 2015.

9- صالح صالحي و نوال بن عمارة, الوقف ودوره في تحقيق التنمية المستدامة " عرض للتجربة الجزائرية في تسيير الأوقاف", (المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية, العدد الأول, ديسمبر 2014.

10- عبدالحميد مهري, دور الصكوك الوقفية في تحقيق التنمية مع الاشارة لتجربة ماليزيا, مجلة دراسات اقتصادية, العدد4, المجلد 1, جوان 2017.

11- عبدالقادر قداوي, تصكيك موارد الصناديق الوقفية كآلية لتمويل المشاريع التنموية- نماذج مؤسسات اقتصادية واجتماعية, مجلة الأكاديمية للسياسات الاجتماعية والانسانية, العدد19, 2018.

12- عطية عبدالواحد, حق الفقراء المسلمين في ثروات الأمة المسلمة,ط1 (القاهرة: دار النهضة العربية, 1992),

13- فرهاد محمد علي الأهدن, التنمية الاقتصادية الشاملة " من منظور إسلامي", ( القاهرة: دار التعاون, 1994).

14- ربيعة بن زيد وخيرة الداوي, الصكوك الوقفية كآلية لتحقيق التنمية المستدامة: دراسة تطبيقية مقترحة لتمويل المشاريع الوقفية بالجزائر,

15- رحيم حسين, تصكيك مشاريع الوقف المنتج: آلية لترقية الدور التنموي ودعم كفاءة صناديق الوقف- حالة صناديق الوقف الريفية, مؤتمر الصكوك الإسلامية وادوات التمويل الإسلامي, جامعة اليرموك, إربد, 12-13/ نوفمبر 2013.

16- محمد بن اسماعيل البخاري- تحقيق محمد بن ناصر, صحيح البخاري, ط1( بيروت, دار طوق النجاة,2002) برقم (2586, (982/2).

17- زين الدين بن نجيم, البحر الرائق شرح كنز الدقائق, ط1 ( بيروت, دار الكتاب الإسلامي), (202/5).

18- عبدالحميد مهري, دور الصكوك الوقفية في تحقيق التنمية مع الاشارة لتجربة ماليزيا, مجلة دراسات اقتصادية, العدد4, المجلد 1, جوان 2017.

22- محمد ابراهيم نقاسي, الصكوك الوقفية ودورها في التنمية الاقتصادية من خلال تمويل برامج التأهيل وأصحاب المهن والحرف,

23- محمد بن قاسم الرصاع, الهداية الكافية الشافبة, ط1 (المكتبة العلمية, بيروت, 350هـ) .

24- محمد الطاهر بن عاشور, الوقف وآثاره في الاسلام,( القاهرة: دار المقاصد, 2016).

25-محمد سعيد البغدادي, الذمة المالية للوقف, المنتدى السابع لقضايا الوقف الفقهية.

26-حلوفي سفيان, دور الصكوك الوقفية في تحقيق التنمية مع الاشارة لتجربة ماليزيا, مجلة دراسات اقتصادية, العدد4, المجلد 1, جوان 2017.

27- مدحت القريشي, التنمية الاقتصادية " نظريات وسياسات وموضوعات", ( عمان: دار وائل للنشر, 2007).

28- مسلم حلو, وماجد صبيح, مدخل إلى التخطيط والتنمية, ( عمان: جامعة القدس المفتوحة, 2000).

29-محمد ابراهيم نفاسي, الصكوك الوقفية ودورها في التنمية الاقتصادية من خلال تمويل برامج التأهيل وأصحاب المهن والحرف, جامعة العلوم الإسلامية الماليزية, ماليزيا, بحث متاح على الرابط Conference.qfis.edu.qa/app/.

30- قرارات مجمع الفقه الإسلامي , منظمة المؤتمر الإسلامي , الدورة الخامسة عشر, مسقط, 14-15 محرم 1425هـ.

31- محمود أحمد مهدي, نظام الوقف في التطبيق المعاصر: نماذج مختارة من تجارب الدول والمجتمعات الإسلامية, ( البنك الإسلامي للتنمية, المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب, جدة, 1432هـ).



# الصكوك الوقفية
# كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي

## " الامارات العربية المتحدة نموذجا "

**أ.عبد الجليل مقدم**
جامعة محمد طاهري بشار الجزائر

**أ. خولة عدناني**
جامعة أحمد دراية أدرار الجزائر

**ملخص:**

تهدف الدراسة إلى معرفة اثر الصكوك الوقفية على النمو الاقتصادي، وتم الاعتماد على التقارير المالية المنشورة لبنك دبي الإسلامي للفترة من 2010-2016م، من اجل تحديد ذلك. وشملت الدراسة البيانات المالية التي تغطي مدة سبع سنوات. وتم استخدام مجموع التوظيفات، ومجموع الموارد المالية والتمويل بالصكوك والاستثمار بالصكوك كما تم استخدام الناتج المحلي الإجمالي لإمارة دبي .ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود تذبذب في معدلات نمو نسبة الاستثمار بالصكوك الوقفية، وحدوث انخفاض في نسبة التمويل بالصكوك الوقفية إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة مما يعني أن مساهمة التمويل بالصكوك الوقفية في الناتج المحلي الإجمالي كان ضئيلاً. كما أن تعبئة الموارد من خلال التمويل بالصكوك كان ضعيفاّ ومحدوداً لدى بنك دبي الإسلامي الذي كان محل الدراسة، وأوصت الدراسة البنوك الإسلامية بضرورة تشجيع أساليب التمويل القائمة على الربح والخسارة وتنويعها لفتح المجال لزيادة أصولها وارتفاع أرباحها

**كلمات مفاتيح:** التمويل الاسلامي، الوقف الاسلامي، الصكوك الوقفية، النمو الاقتصادي، الامارات العربية المتحدة.

**Abstract:**

The study aims to find out the impact of endowment Sukuk on economic growth, and relied on the financial reports published by Dubai Islamic Bank for the period 2010-2016, in order to determine this. The study included financial statements covering a period of seven years. Total investments, total financial resources, Sukuk financing and Sukuk investment were used and the GDP of the Emirate of Dubai was used. This means that the contribution of endowment financing to GDP was negligible. Mobilization of resources through sukuk financing was weak and limited to the Dubai Islamic Bank, which was the subject of the study.

**Keywords**: Islamic Finance, Islamic Waqf, Waqf Sukuk, Economic Growth, United Arab Emirates.

**المقـدمـــة:**

لقد لعب الوقف الإسلامي دورا مهما في تحقيق التنمية المستدامة عبر التاريخ، إلا أن هذا الدور قد تراجع نتيجة للممارسات السلبية والأفكار الخاطئة حول الوقف، ولكن الحاجة إليه اليوم تدعو إلى إحياء دوره في التنمية الشاملة المستدامة باعتباره مؤسسة تمويلية إسلامية وهذا من خلال ابتكار صيغ وأساليب للعمل الوقفي تتماشى ومتطلبات العصر الحالي الذي يشهد تطورا في أدوات التمويل والاستثمار التقليدية بشكل عام والإسلامية بشكل خاص، ولعل من أهمها الصكوك الإسلامية التي تشهد تطورا سريعا ونموا متزايدا، إذ تعتبر من أهم أدوات تعبئة الموارد في الوقت الحاضر وهي تتوافق مع الوقف الإسلامي من حيث تميزها بشخصية قانونية مستقلة والفصل بين الإدارة والملكية في الغالب وقدرتها على جمع الأموال واستثمارها مما ييسر السبل لتمويل واستثمار الأموال الوقفية.

**أهدف الدراسة:**

تهدف هذه الورقة البحثية بشكل أساسي الى تسليط الضوء على التمويل الإسلامي بصفة عامة والوقف الإسلامي بصفة خاصة في الجزائر، وما يمكن ان توفره هذه الآلية في ظل الظروف الصعبة التي يم بها الاقتصاد الجزائري وابراز مختلف الجوانب المتعلقة بهذا الإطار، وذلك من اجل الخروج بمعطيات تساهم في رسم صورة واضحة حول موضوع الدراسة كمحاولة لتقديم بعض النتائج و الاقتراحات.

**أهمية الدراسة:**

تكتسي الدراسة أهمية كبيرة في ظل ما يمر به الاقتصاد الجزائري من اضطرابات، نتيجة انهيار أسعار البترول الذي يعتبر المصدر الاساسي للتمويل مع الاخذ بعين الاعتبار اشتراك معظم الدول العربية الريعية في هذا الامر، وحيث تسعى الجزائر جاهدة لتطوير مختلف مصادر التمويل وعلى وجه الخصوص مصادر التمويل الإسلامي، كبديل لتنشيط كل القطاعات التي يمكنها النهوض بالاقتصاد الوطني، والتي من بينها الوقف الاسلامي، فإنه يمكن الاستفادة من هذه التجربة عن طريق تطوير إيجابياتها وتفادي سلبياتها.

**مشكلة الدراسة:**

رغم أن الاهتمام بالتمويل الإسلامي ومختلف صيغه في الجزائر ليس حديثا، الا أن هذا الاهتمام زاد في الأونة الأخيرة نتيجة العديد من الظروف وعلى رأسها الانخفاض الحاد الذي شهدته أسعار البترول التي تمثل المصدر الأساسي للتمويل، ويعتبر الوقف أحد اهم صيغ التمويل الإسلامي ذلك انه لا يقتصر على كونه مجرد صيغة تمويل وحسب، بل يعتبر نظاما متكاملا قائم بحد ذاته تتعدى أبعاده الجانب الاقتصادي الى الجانب الاجتماعي.

**من هنا تبرز المشكلة التالية:**

الى أي مدى يمكن للوقف الإسلامي المساهمة في توفير التمويل خصوصا في ظل انخفاض أسعار البترول بالجزائر؟

وتنضوي تحت هذه المشكلة الأسئلة الفرعية التالية:

- الى أي مدى تأثر الاقتصاد الجزائري بانخفاض أسعار البترول؟
- فيما يتمثل الإطار النظري للوقف؟
- مالدور الذي يمكن للوقف ان يلعبه في ظل انخفاض أسعار البترول بالجزائر؟

**منهجية الدراسة:**

وللوصول الى الهدف المشار اليه والإحاطة بمختلف جوانب الاشكالية سيعتمد بناء الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في التعامل مع المعطيات ذات الصلة بموضوع الإشكالية مع الاستعانة بالإحصائيات والجداول وغيرها من البيانات ذات الصلة بالموضوع.

وللإجابة على هذه الإشكالية تم تقسيم الورقة البحثية إلى المحاور التالية:

1. **الإطار المفاهيمي للوقف الإسلامي.**
2. **استثمار اموال الوقف.**
3. **أثر التمويل بالصكوك الوقفية في النمو الاقتصادي**

## المحور الأول:
## الإطار المفاهيمي للوقف الإسلامي.

لقد اهتم الفقهاء والباحثون بموضوع الوقف حيث قاموا بضبط تعاريفه وخصائصه وإبراز أحكامه الشرعية وأهدافه، وهذا ما ستعرض له في هذا المبحث من خلال التعرف على مفهوم الوقف، أهدافه، ومشروعيته في الكتاب والسنة.

1. **مفهوم الوقف الإسلامي**

الوقف لغة الحبس والمنع، وهو مصدر وقف يقف، يقال وقفت الدابة أي حبستها أو تصدقت بها أو أبَدتُها أي جعلتها في سبيل الله إلى الأبد، وجمعه أوقاف ووقوف مثل ثوب، وأثواب وقد يُطلق الوقف ويراد به الموقوف من قبيل إطلاق المصدر وإرادة اسم المفعول، كما يُعبَر عنه بالتسبيل بمعنى الإباحة أو إرسال الشيء وتركه، أو جعله في سبيل الله.. (منظور و مكرم، 1999)

الحبس أو المنع، وهو يدل على التأبيد، يقال: وقف فلان أرضه وقفا مؤبدا، إذا جعلها حبيس الاتباع ولا توهب ولا تورث. (أباالخيل، 2008).

**أما الوقف في الاصطلاح الفقهي** فقد تعددت عبارات الفقهاء في تعريفهم له تبعا لاختلاف آرائهم في لزومه، وتأبيده، وملكيته، وإن اتفقت غالبا في المضمون، ولذلك يمكن أن نورد هنا تعريف واحد يجمع بينها وهو "منع التصرف في رقبة العين التي يمكن الانتفاع بها مع بقاء عينها، وجعل المنفعة لجهة من جهات البر ابتداء وانتهاء، ويمكن أن يستفاد من هذا التعريف أن الوقف لا يباع أو يرهن أو يورث إنما يستفاد من منفعته، فتصرف على وجوه البر المختلفة". (أبوقطيش، 2002).

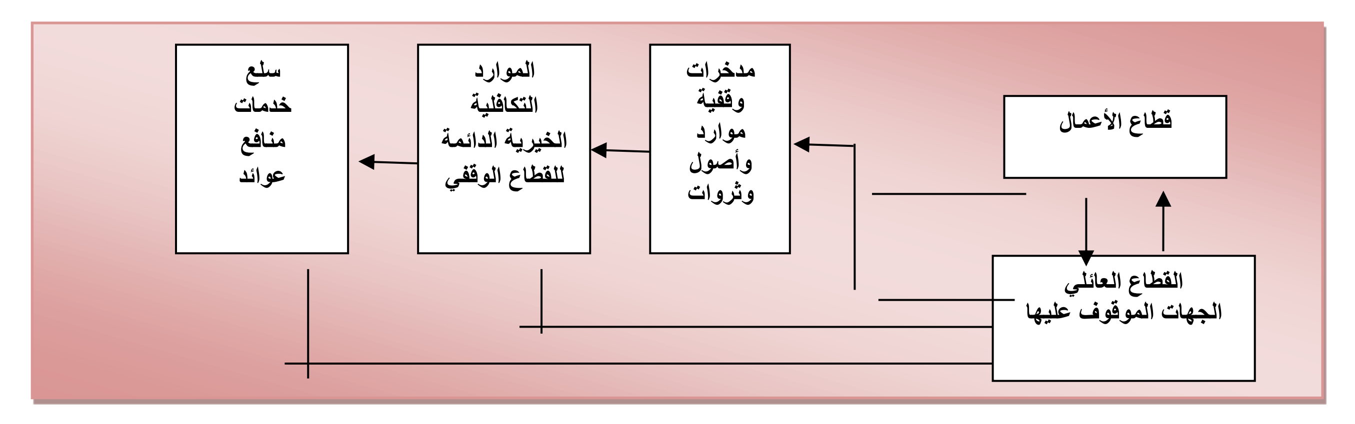
**والتعريف الاقتصادي للوقف** يعبر عن مضمون الاقتصادي للوقف، فهو:" تحويل للأموال عن الاستهلاك واستثمارها في أصول رأسمالية إنتاجية تنتج المنافع والإيرادات التي تستهلك في المستقبل جماعيا أو فرديا، فهو إذن عملية تجمع بين الادخار والاستثمار معا، فهي تتألف من اقتطاع أموال، كان يمكن استهلاكها، عن الاستهلاك الآني، وبنفس الوقت تحويلها إلى استثمار يهدف إلى زيادة الثروة الإنتاجية في المجتمع، وهذه الثروة الإنتاجية الموقوفة تنتج خدمات ومنافع، كما ويستنبط من هذا التعريف ما يلي (أبوقطيش، 2002):

- اقتطاع جزء من الاستهلاك وتحويله إلى الادخار المضمون الإيجابي أي الموجه نحو الاستثمار مباشرة.
- تؤدي الأوقاف إلى زيادة الجانب الخدمي والمنفعي لفئات محددة في أفراد المجتمع، وبالتالي يكون مردودها على المجتمع بشكل غير مباشر.



- توفر الأوقاف فرصا استثمارية لزيادة الثروة الإنتاجية في المجتمع عن طريق ما تقوم به من مؤسسات إنتاجية مختلفة المردود ومتنوعة من حيث التخصص.
- تؤدي الأوقاف إلى ضمان ما يسمى بالتنمية المستدامة عن طريق إنتاج منافع وتوفير إيرادات تستهلك في المستقبل.
- إمكانية النهوض به فرديا على مستوى أفراد أو من قبل المجتمع بصفة كلية حسب نوع وطبيعة المشروع الوقفي مع ضمان حق كل جهة على حدة.

**الشكل رقم (01) يبين المفهوم الاقتصادي للوقف**




المصدر: صالح صالحي، المنهج التمويلي البديل في الإقتصاد الإسلامي، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2006، ص 639.

وفي ضوء ذلك نجد أيضا أن هذا التعريف لم يبتعد عن التعريف الشرعي للوقف حيث إن استثمار الأموال في العملية الإنتاجية هو حبس للمال، وأن المنفعة العائدة من هذا الاستثمار يستهلك في المستقبل وبالتالي تسبيلا لمنفعة.

## 2. خصائص الوقف:

هناك ثلاثة خصائص أساسية يتميز بها الوقف وتتمثل هذه الخصائص أو المميزات فيما يلي (Magda، 2017):

- **خاصية التأبيد**: بمعنى أن الوقف يكون مؤبدا منذ لحظة إنشاءه؛ وأنه لا يمكن مصادرة أموال الوقف سواء منقبل الحكومة أو الأفراد؛
- **خاصية النهائية( عدم القابلية للإلغاء )**: هي أهم ميزة للوقف، حيث اتفق الفقهاء أنه لا يمكن للواقف إلغاء الوقف أو التراجع عنه، حيث يكون الوقف نهائيا بمجرد تصريح الواقف بالملكية على أنه اوقف؛
- **خاصية عدم القابلية للتحويل**: هذه الخاصية تعني أنه بمجرد إنشاء الوقف فإن ملكيته تتحول إلى الله تعالى، وأنه لايحق للواقف التصرف فيه بالبيع أو الوهب أو التوريث؛

إن هذه الخصائص الثلاثة للوقف تضمن حماية واستمرارية الوقف من جهة، واستمرارية منافع الوقف الموجهة لدعم القطاع الخيري والتكافلي من جهة أخرى؛ كذلك تضمن استمرارية الأجر والثواب من الله تعالى للواقف.

3. **أهمية الوقف:**

أ. تتمثل أهمية الوقف فيمايلي: (ملاوي، 2009) أن الوقف مصدر تمويل دائم يحقق مصالح خاصة ومنافع عامة، حيث يمكن وصف الوقف على أنه وعاء يصب فيه خيرات العباد، ومنبع يفيض بالخيرات على البلاد والعباد، تتحقق به مصالح خاصة ومنافع عامة؛

ب. أن الوقف أوسع أبواب الترابط الاجتماعي بما ينسج هدا خلال مجتمع الإسلامي من خيوط محكمة في التشابك، وعلاقات قوية للترابط، يغذي بعضها بعضاً، تبعث الروح في خلايا المجتمع حتى يصير كالجسد الواحد؛

ج. استمرارية الأجر والثواب وتكفير الذنوب لأن أجر الوقف لا ينقطع؛

د. استمرار الانتفاع بالوقف في أوجه الخير وعدم انقطاع ذلك بانتقال الملكية؛

ه. البقاء والمحافظة على المال الذي هو عصب الحياة ما يؤمن أجزاء من المال لتوزيع على الأجيال القادمة.

و. توفر مؤسسة الوقف المناخ الملائم لتطوير نظام المالية العامة في الإسلام.

ز. الإسهام في مختلف عمليات التنمية، الاقتصادية، الاجتماعية، الثقافية، التعليمية وغيرها، مما يخفف العبء عن الحكومات، وبخاصة تلك التي تعاني من العجز في ميزانيتها، كما يسد الفراغ الذي تتركه بعض الدول في مجال الرعاية والخدمات.

4. **أنواع الوقف:**

تتعدد أنواع الوقف بتعدد الاعتبارات التي ينظر إليها، فمنها حسب فئات المستفيدين منه، حسب الأنشطة، حسب مشروعية، حسب مدته، حسب الجهة الواقفة أو حسب اتصاله وانقطاعه، وأهم أنواع الوقف مايلي: (منصور، 2006)

✓ **حسب غرض الوقف:**

أ. **الوقف الأهلي (أو الذري)**: هو الذي يوقف في ابتداء الأمر على نفس الواقف أو أي شخص أو أشخاص، ولو جعل آخره لجهة خيرية، كأن يقف على نفسه ثم على أولاده، ثم من بعدهم على عمل خيري.

ب. **الوقف الخيري**: وهو ما وقف ابتداء على أعمال الخير العامة لمصالح المسلمين، كالفقراء، أو طلبة العلم، أو دور العلم، أو المساجد، أو المستشفيات، وماشابه ذلك من وجوه الخير.

وقد أضاف الفقهاء نوعاً ثالثا لهذا التقسيم بالإضافة إلى الوقف الأهلي والوقف الخيري وهو الوقف المشترك.

ج. **الوقف المشترك**: وهو الذي يجمع بين الوقف الأهلي(الذري) والوقف الخيري، فيخصص الواقف جزءا من خيراته لأقاربه وذريته أو نفسه ويجعل جزء آخر لوجه البر العامة.

✓ **حسب محل الوقف** ونجد في إطار ذلك مايلي: (حميد، 2011)

أ. **الأصول الثابتة**: كالأراضي الزراعية وغير الزراعية.

ب. **العقارات**: لتستعمل مباشرة للأغراض الوقفية مثل المساجد والمدارس والمستشفيات والمكتبات ودور المسنين والأيتام وغيرها، أولتستعمل وقفا استثماريا كالمباني السكنية والتجارية ثم يعود ريعها إلى أهداف الوقف.

ج. **الأصول المنقولة**: مثل الكتب للمكتبات والحافلات والسجاد للمساجد والمصاحف وغيرها من المنقولات.

د. **وقف النقود**: وقف الدراهم والدنانير، إما لإقراضها لمن يحتاج إليها، حيث تعاد بعد انقضاء الحاجة (فيشكل قرض حسن) لتعرض من جديد إلى محتاج آخر، أو وقف نقود الاستثمار ثم يوزع ريعها على أغراض الوقف.

هـ. **وقف الحقوق المعنوية** :كحق التأليف وحق الابتكار وحق الاسم التجاري ويكون ذلك بوقف حق استغلال الملك المعنوي، وذلك بتصريح من المؤلف أو المبتكر.

✓ **حسب المضمون الاقتصادي**: يقسم الوقف حسب نوع استعمال المال الموقوف إلى قسمين هما. منذر2006):

أ. **الوقف المباشر(أوقاف المنافع المباشرة)**: وهو ما يستعمل أصل المال في تحقيق غرضه، نحو المسجد للصلاة، والمدرسة للتعليم، والمستشفى لعلاج المرضى وإيوائهم وغيرهم، فهو بذلك يحبس للانتفاع المباشر.

ب. **الوقف الاستثماري (أوقاف المنافع غير المباشرة)**: وهو ما يستعمل أصله في إنتاج إيراد، وينفق هذا الإيراد على غرض الوقف.

## المحور الثاني:
## استثمار أموال الوقف(الأحكام والضوابط):

تعتبر المحافظة على أموال الوقف وتنميته ضرورة شرعية، وذلك بهدف استمرارية تقديم المنافع للمستفيدين منه، عن طريق استثماره، فالقائمون على أمر إدارة هذه الأموال مسؤولين أما مال واقف وأمام المستفيدين وأما مال مجتمع بصفة عامة عن أي تقصير أو إهمالأ وتعد في استثمارها.

### 1.الوقف والاستثمار:

إن جوهر الوقف، ومقصده الأساسي، هو استمرار المنفعة والثمرة والغلة، كما جاء في الحديث الشريف: " حبّس الأصل وسبّل الثمرة "، لأن من خصائص الوقف تأبيد الانتفاع به، واستمراره إلى المستقبل، فالأصل فيه الاستمرار في العطاء والنفع، وإنما حبس الوقف من أجل استغلاله مع المحافظة على الأصول.

فالعلاقة بين الوقف والاستثمار علاقة أساسية ومتينة، الهدف الاقتصادي المباشر لاستثمار أموال الأوقاف هو تأمين الدخل المرتفع بقدر الإمكان لصرفه في مواطنه المحددة، دون التهاون في الأصل والعين الموقوفة، وهذا يوجب أيضاً التوسع في الاستغلال وإعادة الاستثمار. وينتج أن القصد من استثمار الموقوف هو استغلاله واستعماله بطريقة تدر ريعاً إضافياً يستفيد منه الوقف والموقوف عليه، وذلك بحسب العين الموقوفة، فقد تكون مما لا يجوز استثماره كالمسجد، والمقبرة، والآلات والأواني المخصصة للاستعمال، وقد يكون مما لا يمكن استثماره لنص الواقف كالمستشفى التي يعالج بها مجاناً، وقد يكون الاستثمار حتمياً في النقود عند من أجاز وقفها، والتي توسعت في عصرنا الحاضر، فيكون استثمارها بالمضاربة أو التجارة بالمرابحة، ومثلها الأسهم وصكوك الاستثمار الإسلامية، وقد يكون الموقوف لا ينتفع به إلا باستثماره والاستفادة من ريعه الثابت كالعقارات التي تؤجر، فيكون استثمارها بالإجارة، أو المساقاة للأراضي الزراعية، والإدارة للمصانع ضميرية (1999) ، وعليه فان **المقصود من استثمار الوقف** هو تحقيق أكبر عائد للوقف، أو تأمين أعلى ربح أو ريع من الأصل، وذلك بالبحث عن أفضل الطرق المشروعة التي تؤمن ذلك، ليتمم صرفه على جهات الخير الموقوف عليها، ولحفظ قسم منها لعمارة الأصل، أو إصلاحه، أو ترميمه، لضمان بقائه، واستمراره للعطاء. فالوقف بحد ذاته استثمار، والمنفعة من المال الموقوف تعتبر استثماراً؛ لأنه لا يجوز بحال تعطيل منافع الوقف، ولا يمكن الحصول على المنافع إلا عن طريق الاستثمار والجهد فيه.

### 2.مجالات استثمار أموال الوقف:

إن مجالات الاستثمار كثيرة، ويجب اختيار الأفضل والأنسب بعد دراسة الجدوى الاقتصادية، والظروف المتنوعة والأحوال السائدة، وعلى ضوء ضوابط الاستثمار السابقة واللاحقة، ونذكر بعض هذه المجالات، وأهمها. (عبدالحليم و عمر، 2003) :

أ. **الاستثمار العقاري**، كشراء العقارات، وتأجيرها، وإنشاء الأبنية، وتعمير العقارات القديمة وصيانتها، واستبدال العقارات، وبناء المباني السكنية أو الصناعية أو التجارية على أراضي الوقف، إما بطريق مباشر، وإما بنظام الاستصناع، أو المشاركة المنتهية بالتمليك.

ب. **إنشاء المشروعات الإنتاجية**: سواء كانت مهنية أو حرفية، أو معامل ومصانع.

ج. **الاستثمار في المشروعات الخدمية**: كالتعليم والمدارس والكليات والمعاهد والجامعات، ، والمستشفيات، والمؤسسات الاجتماعية، كدور الضيافة للفقراء والمساكين وابن السبيل، ودور اليتامى والمسنين والمرضى.

د. **المساهمة في رؤوس أموال بهدف**، تحقيق عائد، ولها صيغ كثيرة، مثل المساهمة في رؤوس أموال بعض الشركات، مثل شراء الأسهم، والمساهمة في رؤوس أموال صناديق الاستثمار الإسلامية، والمساهمة في رؤوس أموال المصارف الإسلامية، والمساهمة في رؤوس أموال شركات التأمين الإسلامية، والمساهمة في رؤوس أموال شركات الاستثمار الإسلامية، والمساهمة في رؤوس أموال الجمعيات التعاونية الإسلامية، والمساهمة في رؤوس أموال الجمعيات التعاونية الخدمية.

هـ. **الاستثمار في الأوراق المالية** الجائزة شرعاً، كالأسهم العادية لشركات مستقرة، والصكوك الإسلامية الصادرة عن المؤسسات المالية الإسلامية، وسندات المشاركة في الربح والخسارة ذات الطبيعة الآمنة والمستقرة، وصكوك صناديق الاستثمار الإسلامية، وسندات صناديق الوقف في البلاد الإسلامية، وسندات المقارضة التي تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية.

و. **الاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية** من خلال الحسابات الاستثمارية لأجل، كدفاتر التوفير الاستثماري تحت الطلب، والودائع الاستثمارية لأجل، والشهادات الاستثمارية ذات الأجل المحدد المطلقة، وذات الأجل المحدد المقيدة.

ز. **الاستثمار في الأنشطة الزراعية**، كتأجير الأرض الزراعية الموقوفة كما سبق في الإجارة، والمشاركة في استغلال بعض الأراضي الزراعية الموقوفة، والمساقاة في استغلال بعض الأراضي المشجرة، والمغارسة في استغلال بعض الأراضي الزراعية الموقوفة، وسبق بيانها.

### 3.ضوابط استثمار الوقف:

قرر الفقهاء وجوب رعاية أموال الوقف واليتيم وبيت المال أكثر من بقية الأموال، وذلك لطبيعة هذه الأموال الثلاثة، وكون غلتها ومنافعها للمصالح العامة أو المصالح الضعيفة التي تستحق الرعاية والعناية، ولذلك قرر الفقهاء مجموعة من الضوابط التي يجب مراعاتها عند استثمار أموال الوقف بالإضافة إلى الضوابط الاقتصادية والمحاسبة، أهمها (شحاتة، 2004) :

**المشروعية**: بأن تكون عمليات استثمار أموال الوقف مطابقة لأحكام الشريعة، ولتجنب المجالات المحرمة شرعاً، كالإيداع في البنوك بفوائد، أو شراء أسهم الشركات التي تعمل في مجال الحرام، أو الاستثمار في البلاد التي تحارب الإسلام والمسلمين أو تتعاون معهم؛ لأن الغاية لا تبرر الوسيلة، ولا يصح أن نسعى لاستثمار الوقف وزيادة غلته وريعه بالوسائل المحرمة، لأنها تحبط الأجر، وتهدم الأصل الذي قصده الواقف بالحصول على الأجر والثواب من الله تعالى، وهذا يتنافى مع استخدام الوسائل المحرمة؛

أ. **اختيار مجال الاستثمار** الذي يؤمن الربح الأفضل، والريع الأعلى، مع حسن اختيار الصيغة التي تتناسب مع الحفاظ على الوقف وحقوقه وأفضل الشروط له، على أساس تحقيق العائد الاقتصادي المرضي لينفق منه على الجهات الموقوف عليها، أو تعمير الأصول الوقفية وصيانتها، مع إتباع أقوم الطرق وأرشدها في الاستثمار بعد الدراسة والاستشارة لأهل الخبرة، وبعد التخطيط الرشيد قبل الإقدام على الاستثمار؛

ب. **الحرص على تقليل المخاطر الاستثمارية**، وتجنب الأعمال التي تكثر فيها المخاطر، ويقل فيها الأمان، وعدم تعريض الأموال الوقفية لدرجة عالية من المخاطر، مع تأمين الحصول على الضمانات اللازمة المشروعة من تلك المخاطر، وإجراء التوازن بين العوائد والأمان، وتجنب اكتناز أموال الوقف؛

ج. **استبدال صيغة الاستثمار ومجاله حسب مصلحة الوقف**، وبعد دراسة الجدوى لكل مشروع يساهم فيه الوقف، لأن الأصل في الاستثمار وفي جميع التصرفات المرتبطة بالوقف هو تحقيق المصلحة؛

د. **استثمار أموال الوقف في المشروعات المحلية والإقليمية المحيطة بالمؤسسة الوقفية**، ثم الأقرب فالأقرب، وتجنب توجيهها إلى الدول الأجنبية، أو خارج البلاد الإسلامية؛

هـ. **تنويع المشاريع والشركات والمؤسسات والمجالات** التي تستثمر فيها أموال الوقف، حتى لا تكون مركزة في مشروع أو مجال قد يتعرض لكوارث أو خسائر أو نكبات، فتضيع أموال الوقف، فإن تعددت المشاريع والمجالات خفت الخسائر، وعوَّض بعضها بعضاً، وبذلك نضمن معيار المرونة في تغير مجال وصيغة الاستثمار.كما يجب تنويع الاستثمار بما يناسب كل مال موقوف حسب قطاعات الوقف، والتنويع في محفظة الاستثمار لكل مال، واستيعاب الأساليب الاستثمارية المجربة الناجحة، وتزاوج الأساليب الحديثة؛

و. **توثيق العقود والاشتراكات والتصرفات** التي تتم على أموال الوقف، وهذا مطلوب بشكل عام، لقوله تعالى في حكمة الكتابة والإشهاد والتوثيق: ﴿ ذلكم أقسط عند الله، وأقوم للشهادة، وأدنى ألا ترتابوا ﴾ [البقرة/ 282]، ويتأكد ذلك أكثر في أموال الوقف لطابعها الخيري والاجتماعي والديني والإنساني، ولطبيعتها الزمنية في امتدادها لأجيال وأجيال؛

ز. **ضرورة المتابعة الدائمة**، والمراقبة الدقيقة، وتقويم الأداء المستمر للتصرفات والحركات التي تتم على أموال الأوقاف واستثماراتها، للتأكد من حسن سيرها وفقاً للخطط المرسومة، والسياسات المحددة، والبرامج المقررة مسبقاً، حتى لا يتسرب الخلل والوهن والاضطراب للمؤسسة الاستثمارية، أو يقع فيها الانحراف، مما يؤدي إلى ضياع أو خسارة الأموال الوقفية، وإن حصل شيء من ذلك تمّ علاجه أولا بأول حتى لا يتفاقم أو يتضاعف؛

ح. **استثمار بعض الريع الناتج من أموال الوقف**، وذلك بتوزيع جزء من العوائد، والاحتفاظ بجزء منها احتياطياً، مع إعادة استثماره، فيكون رصيداً للمشروع، ويحقق التوازن بين الأجيال الحاضرة والأجيالّ؛

ط. **تحقيق الهدف من الوقف** الذي حدده الواقف، للمحافظة على أصل الوقف، وتحقيق أقصى غلة ممكنة له لتصرف على الجهات المحددة للموقوف عليهم؛

ي. **الحرص على الالتزام بشرط الواقف** وأهدافه من الوقف، بحيث لا يتنافى الاستثمار مع شرط الواقف أو تحديده للوقف، إلا للضرورة أو لمصلحة الوقف كاقتطاع الغلة لعمارة الوقف أو صيانته، أو تغير الأحوال الاقتصادية والاجتماعية بما يعطل الوقف كلياً كالخانات الموقوفة.

## المحور الثالث:
## أثر التمويل بالصكوك الوقفية في النمو الاقتصادي:

### 1 التجربة الامارتية في الصكوك الوقفية

سعت دول مجلس التعاون الخليجى إلى إيجاد بديل للأسهم ومن بين هذه الدول (الإمارات والسعودية وقطر والبحرين والكويت) وكانت الصكوك الوقفية هي البديل المناسب لتحقيق التنمية الاقتصادية التي تسعى إليها تلك الدول خاصة مع ازدهار هذه الصكوك على مستوى العالم في الآونة الأخيرة وما حققته من نتائج إيجابية في كثير منها مثل ماليزيا.

تعتبر دولة الإمارات العربيّة المتحدة الدولة الأولى في هذا المجال، وهى التي بدأ فيها نظام الصكوك الوقفية بحسب الشريعة الإسلاميّة، وأقيم فيها البنك التجاري الأول الذي يتعامل بالصكوك وهو "بنك دبي الإسلاميّ" في عام 1975م، وهناك أيضاً مصرف عجمان، وبنك الهلال، وقد استفادت من هذه الصكوك بشكل كبير ، وقد ساهمت هذه الصكوك في تمويل العديد من المشروعات مثل مشروع ميناء خليفة والمناطق الحرة بحوالي 10 مليار دولار.

وهناك العديد من المؤسسات الخاصة بإصدار هذه الصكوك ومنها بنك دبي الذي يمتلك أكبر قاعدة أصول في دولة الإمارات وأول مصرف إسلامي متكامل الخدمات هو بنك دبي الإسلامي

وهناك أيضا بورصة دبي الشركة القابضة لسوقي دبي الماليين والتي أنشئت أول برنامج ادخار يطابق أحكام الشريعة الإسلامية في العالم.

2. **التعريف ببنك دبي الإسلامي:**

تشير المعلومات المدونة في الموقع الرسمي للبنك على شبكة الانترنت أن بنك دبي الإسلامي تأسس في العام 1975م، كشركة مساهمة عامة بموجب المرسوم الأميري الصادر عن حاكم إمارة دبي، كأول بنك إسلامي متكامل الخدمات بغرض تقديم الخدمات المصرفية وما يتعلق بها وفقاً لأسس الشريعة الإسلامية، وأصبح رائداً في مجال الخدمات والمنتجات المصرفية الإسلامية. وتم تسجيله لاحقاً كشركة مساهمة عامة طبقاً لقانون الشركات التجارية الاتحادي رقم 1984م، يتعامل البنك مع جميع العقود والعمليات والمعاملات التجارية والمالية وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية. وتتركز أهدافه على تقديم حلول بنكية إسلامية للعالم أجمع، وتكمن رؤيته في أن يصبح مجموعة مالية إسلامية رائدة في المنطقة والعالم. ويمثل بنك دبي الإسلامي اكبر بنك في الإمارات العربية المتحدة إذ يبلغ رأسماله 3798.6مليون درهم، ويصل عدد العاملين فيه إلى 1533موظفاً، ويمارس نشاطه من خلال مكتبه الرئيس في دبي، إضافة إلى فروعه العاملة في دولة الإمارات العربية المتحدة. كما تشير التقارير المالية للبنك إلى أن هناك 23 شركة تابعة له، كما توجد لدى البنك استثمارات في مشاريع مشتركة بلغ عددها حتى نهاية 2010م خمسة مشاريع وبنسبة ملكية 50٪ (بنك دبي الإسلامي، التقرير المالي، 2012م).

3. **دور الصكوك الوقفية في النمو الاقتصادي:**

**الجدول رقم 01: حجم التمويل الإسلامي بالصكوك الإسلامية للفترة من (2016/2010)**

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **التمويل بالصكوك** | 4.176.015 | 4.173.983 | 4.673.960 | 2.807.603 | 2.754.750 | 2.754.750 | 2.415.034 | |
| معدل النمو % | 71 | (0.049) | 12 | (40) | - | 0 | (12.3) | 4.66 |
| الموارد الاجمالية | 73.720.157 | 75.103.596 | 77.360.657 | 95.402.738 | 75.840.711 | 75.078.068 | 73.176.303 | |
| **نسبة التمويل بالصكوك/ اجمالي الموارد %** | 5.66 | 5.55 | 6.04 | 2.94 | 3.63 | 3.66 | 3.30 | 4.39 |

**المصدر: من اعداد الباحثين بالاستناد الى البيانات المالية الموحدة لبنك دبي الاسلامي**

استنادا إلى التقارير المالية السنوية لبنك دبي الإسلامي للفترة محل الدراسة يتبين من الجدول رقم (01) أن هناك تذبذب في معدلات نمو نسبة التمويل بالصكوك حيث كانت معدلات النمو تتجه للهبوط ثم للصعود ثم للهبوط في السنوات الأخيرة، حيث سجلت أعلى معدلاتها في عام (2010) بنسبة بلغت حوالي (71٪) في حين سجلت أدنى معدلات نموها في عام (2013) بنسبة بلغت حوالي (40٪) مما يعني انخفاض في التمويل بالصكوك، حيث بلغت النسبة في متوسط هذه النسبة (4.66٪)ومن الجدير بالذكر، أن التمويل بالصكوك بلغت (4.673.960) درهم في سنة 2012 وهي أعلى تمويل خلال فترة الدراسة

كذلك يشير الجدول المذكور آنفا إلى أن متوسط نسبة التمويل بالصكوك إلى إجمالي الموارد المالية خلال فترة الدراسة في بداية السنوات الأولى للفترة المعنية كان يتسم بالاستقرار تقريباً ثم أخذ بالارتفاع حتى عام ( 2012،)ثم أخذ في الانخفاض في عام (2013) وبلغت أعلى نسبة له في عام (2012)بمعدل بلغ ( 6.04،٪) ثم عاد للهبوط لتبلغ أدنى قيمة له في عام (2013) بمعدل بلغ ( 2.94٪)وبلغت النسبة في متوسط هذه النسبة4.39٪). ( وهذا يعني أن تعبئة الموارد من خلال التمويل بالصكوك كان ضعيفاّ ومحدود ولم يتناسب مع ما كان مأمولاً منه، حيث أن تعبئة الموارد يعتبر أحد المتغيرات الاقتصادية المهمة التي تؤثر في مستوى النشاط الاقتصادي، وذلك على أساس أن دور المصرف في تعبئة موارده المالية يقاس من خلال قدرة المصرف على تعبئة أكبر قدر ممكن من عمليات التمويل بالصكوك بصفة عامة إلى إجمالي الموارد، وبناء عليه كلما زادت هذه النسبة دل ذلك على مستوى أفضل للمصرف في هذا المجال، ومن المتعارف عليه في الأدبيات المصرفية أن معدلات النمو لإجمالي الموارد المتاحة تكون مرتفعة في السنوات الأولى لبداية التشغيل في المصرف ثم تبدأ بالتناقص تدريجياً بعد ذلك وهذا ما حصل في بنك دبي الإسلامي خلال فترة الدراسة، وترى الباحثة أن وجود تذبذب في معدلات نسبة النمو في التمويل بالصكوك يعد مؤشراً جيد وذلك أن هذا التذبذب يمكن أن يعود إلى الظروف الاقتصادية والأزمة المالية العالمية الحالية التي تأثرت بها المصارف حيث أدت إلى قيام العديد من المودعين بسحب ودائعهم من المصارف، وضعف مستوى النشاط الاقتصادي وعدم استقراره.

**الجدول رقم 02: الاستثمار بالصكوك الوقفية للفترة (2016/2010)**

| السنوات | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| استثمار الصكوك | 8.511.759 | 12.688.11 | 11.088.66 | 11.642.553 | 8.511.759 | 11.642.55 | 11.642.55 | |
| معدل النمو % | - | 54.7 | (12.6) | 5 | (11.73) | 31.9 | (17.2) | 5.72 |
| التوظيفات الاجمالية | 89.884.401 | 90.588.464 | 95.364.699 | 113.288.438 | 84.359.911 | 84.756.617 | 84.304.271 | |
| نسبة استثمارات الصكوك/التوظيفات الاجمالية | 9.12 | 14 | 11.6 | 10.3 | 10.1 | 13.24 | 11.1 | 11.35 |

**المصدر: من اعداد الباحثين بالاستناد الى البيانات المالية الموحدة لبنك دبي الإسلامي**

وفيما يخص الاستثمار بالصكوك يتضح من الجدول رقم (02) انخفاض نسبة الاستثمار بالصكوك في بنك دبي الإسلامي خلال فترة الدراسة حيث بلغت أعلى معدلاتها في عام2011 بنسبة بلغت54.7٪ في حين سجلت أدنى معدلات نموها في عام 2016 حيث بلغت 17.2٪ وبلغت النسبة في متوسط هذه النسبة 5.72..٪ كما نجد أن أعلى استثمار بالصكوك خلال فترة الدراسة كان سنة 2011 حيث بلغ 12.688.111 درهم. يتبين لنا أن للنشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية قدرة في مجال التنمية الاقتصادية، لذلك فإنه كلما زادت نسبة الاستثمار بالصكوك إلى إجمالي التوظيفات، دل ذلك على أن الدور الاقتصادي للمصرف أعلى كفاءة في مجال الاستثمار بالصكوك، ويشير الجدول المذكور آنفا بشأن متوسط نسبة استثمارات الصكوك إلى إجمالي التوظيفات أن هناك تذبذباً في معدلات نمو نسبة الاستثمار بالصكوك حيث كانت معدلات النمو تتجه للهبوط ثم للصعود ثم للهبوط في السنوات الأخيرة، حيث سجلت أعلى معدلاتها في عام 2011 بنسبة بلغت حوالي (14٪) في حين سجلت أدنى معدلات نموها في عام 2010 بنسبة بلغت حوالي 9.12٪ مما يعني انخفاض الاستثمار بالصكوك، حيث بلغت النسبة في متوسط هذه النسبة 11.35٪ مما يعني آن الاستثمار بالصكوك يلعب دوراً اقتصادياً ضئيلاً في مصرف دبي الإسلامي وترى الباحثة أن السبب يعود إلى العقبات التي واجهت بنك دبي الإسلامي عند تطبيق الاستثمار بالصكوك ومنها عدم القيام بدراسة الاحتياجات الاستثمارية ودرجات المخاطر المترتبة عليها، وكذلك طبيعة عمل المصرف القائمة على عمليات استثمارية مغايرة تماماً للصكوك، حيث تعتبر عملية الاستثمار بالصكوك مرحلة انتقالية من الاستثمار المباشر بالمرابحة ذي الطابع قصير الأجل، لذلك يحتاج البنك إلى جهاز استثماري بالكفاءة الملائمة لطبيعة عمل الصكوك.

**الجدول رقم 03: الناتج المحلي الإجمالي لدولة الامارات للفترة (2016/2010)**

| السنوات | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الناتج المحلي الإجمالي | 290.478 | 299.269 | 311.453 | 325.156 | 283.123 | 293.103 | 280.590 | |
| مدل النمو % | - | 3.0 | 4.1 | 4.4 | 3.5 | 3.5 | (4.3) | 4.5 |
| التمويل بالصكوك | 4.176.015 | 4.173.983 | 4.673.960 | 2.807.603 | 2.754.750 | 2.754.750 | 2.415.034 | |
| نسبة مساهمة التمويل بالصكوك/الناتج المحلي الاجمالي | 1.43 | 1.39 | 1.5 | 0.83 | 0.97 | 0.93 | 0.86 | 1.13 |

**المصدر: من اعداد الباحثين بالاستناد الى البيانات المالية الموحدة لبنك دبي الاسلامي**

أن زيادة الناتج المحلي ورفع مستواه يمثل أحد الأهداف الاقتصادية للمجتمع، حيث كلما ادت مساهمة المصرف من خلال التمويل بالصكوك في إحداث إضافة إلى الناتج المحلي الإجمالي كان دوره

الاقتصادي أكبر، فكلما زادت مقدرة المصارف على التمويل بالصكوك، كلما زاد حجم الاستثمارات في القطاعات الاقتصادية، وبالتالي في مدى إمكانية هذه المصارف في التنمية الاقتصادية. يبين الجدول رقم 03 أن نسبة التمويل بالصكوك إلى الناتج المحلي الإجمالي قد حققت معدلات نمو متفاوتة حيث سجلت أعلى معدلاتها في عام 2012 بنسبة بلغت 1.5٪ في حين سجلت أدنى معدلات نموها في معدلاتها في عام 2013 بنسبة بلغت 0.83٪ وبلغ متوسط هذه النسبة 1.13٪ حيث بلغت النسبة أقل من1٪ للسنوات الأولى من فترة الدراسة ثم ارتفعت إلى ما يقارب 1.4٪ للسنوات الثلاثة التي تلتها، ثم عادت إلى الانخفاض في السنة الأخيرة من فترة الدراسة، مما يعني أن مساهمة التمويل بالصكوك في الناتج المحلي الإجمالي كانت متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض، وترى الباحثة انه يمكن أن يعزى السبب في ذلك إلى أسباب خارجة عن سيطرة البنك ومرتبطة بظروف اقتصادية ومصرفية، وكذلك القصور في الابتكار الفني المواكبة لعملية التطبيق العملي للصكوك لحداثة التطبيق، حيث تمثل هذه الأسباب معوقات تحول دون بلوغ البنك غاياته الاقتصادية المستهدفة، وعليه يتبين أن الدور الاقتصادي لبنك دبي الإسلامي والمتمثل بحجم التمويل بالصكوك، الاستثمار بالصكوك، الناتج المحلي الإجمالي (كان غير مستقر) ارتفاعاً وانخفاضاً (خلال فترات الدراسة، ولو تم مقارنة الدور الاقتصادي للبنك مع ما حققته البنوك الأخرى يمكن أن يكون أكثر إنصافاً للبنك .

## الخـــاتـمـــة:

لقد لعب الوقف عبر التاريخ دورا مهما في دعم مختلف جوانب التنمية، ونظرا لما للوقف من أثار تنموية كبيرة في مختلف المجالات الاقتصادية والاجتماعية والتي تدخل في صميم التنمية، فإن الحاجة تبدو ماسة لإعادته لموقعه الطبيعي في نهضة الأمة الإسلامية من خلال استحداث صيغ جديدة لاستثمار الوقف كان أبرزها الصكوك الوقفية، حيث أن للصكوك الوقفية دورا هاما ينبغي استغلال هو استثماره من قبل الدول الإسلامية لتحقيق التنمية المستدامة لمجتمعاتها، وذلك من خلال التوسع في الصكوك الوقفية كما ونوعا، والارتقاء بأجهزة الوقف من الناحية الإدارية والاقتصادية، بما يؤدي إلى استغلال وإدارة هذه الصكوك بأحدث طرق الاستثمار والإدارة لتمويل واستثمار الأموال الوقفية لقيام الوقف بدوره الجوهري في تحقيق التنمية المستدامة. وخلصت الدراسة الحالية إلى النتائج الآتية:

1. الوقف تشريع إسلامي يستمد مشروعيته من القران الكريم والسنة النبوية الشريفة، وهو من الصدقات الجارية التي يحصل صاحبها على الأجر والثواب حتى بعد موته، ولقد اتفق الفقهاء على أن الوقف هو تحبيس الأصل وتسبيلا لثمرة أو المنفعة.
2. عملية الصكوك الإسلامية من الابتكارات التي أدت لحلول عملية في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخدامها.
3. أن الصكوك الإسلامية، تحتوي على تشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية التي تختص بالكثير من المميزات والإيجابيات وهذا يتيح فرصاً ومجالات أكثر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.
4. كشفت الدراسة عن أن تعبئة الموارد من خلال التمويل بالصكوك كانت ضعيفة ومحدودة ولم تتناسب مع ما كان مأمولاً منها، لدى بنك دبي الإسلامي.
5. بينت الدراسة متوسط نسبة استثمارات الصكوك إلى إجمالي التوظيفات فكان هناك تذبذب في معدلات نمو نسبة الاستثمار بالصكوك حيث كانت معدلات النمو تتجه للهبوط ثم للصعود ثم للهبوط في السنوات الأخيرة، مما يعني أن الاستثمار بالصكوك يلعب دوراً اقتصادياً ضئيلاً في مصرف دبي الإسلامي.
6. حدث تذبذب في نسبة التمويل بالصكوك إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة مما يعني أن مساهمة التمويل بالصكوك في الناتج المحلي الإجمالي لم يأخذ اتجاهاً موحداً (ارتفاعاً أو انخفاضاً)، وغير مستقر.

# المراجـــــع:

1. ابن منظور، و محمد مكرم. (1999).*لسان العرب، ط02، ، الجزء 06*. بيروت: دار إحياء التراث العربي.
2. أحمد إبراهيم ملاوي. (2009). دور الوقف في التنمية المستدامة، ورقة بحث مقدمة إلى، ،. *"المؤتمر الثالث للأوقاف بالمملكة العربية السعودية، الوقف الإسلامي، اقتصاد وإدارة وبناء حضارة"* ، الصفحات 7-8.
3. أحمد الدوري محمد. ( 1983). *محاضرات في الاقتصاد البترولي، الطبعة الأولى*. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
4. أسامة عبدالحميد. (2010). *صناديق وفق الاستثمار: دراسة فقهية اقتصادية، ط01*. بيروت: دار البشائر الإسلامية.
5. بنزيد ربيعة، و بخالد عائشة. (2013). دور الصكوك الوقفية في تمويل التنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح –ورقلة-. *مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الثاني*، ، 14.
6. تدخل مجلة مجمع الفقه الإسلامي. (1988). *منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الرابع، المجلد الثالث، القرار الخامس، جدة، المملكة العربية السعودية، /1988،ص1809،ومتاح على الرابطhttp://www.fiqhacademy.org.sa/qrarat/4-5.htm*.
7. حسين شحاتة. (3 سبتمبر, 2004). استثمار الوقف. *ندوة قضايا الوقف الفقهية، الأمانة العامة للأوقاف – الكويت* ، صفحة 78.
8. خنتاوي محمد. (2010). *النفط و تأثيره في العلاقات الدولية الطبعة الاولى*. لبنان: دار النفائس.
9. راهم فريد، و بوركاب نبيل. (8-7 افريل, 2015). انهيار اسعار النفط: الأسباب و النتائج. *المؤتمر الأول: السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية و تأمين الاحتياجات الدولية، جامعة سطيف*، صفحة 2.
10. رشيد شيحة مصطفى. (1981). ، *مشكل التضخم في الاقتصاد البترولي*. لبنان: الدار الجاميعة.
11. سليمان بن عبد الله أباالخيل. (2008). *الوقف في الشريعة الإسلامية حكمه وحكمته وأبعاده الدينية والاجتماعية*. المملكة العربية السعودية: جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض.
12. عبد الله الحرشي حميد. ( 2011،). *السياسة البيئية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، رسالة ماجستير غير منشورة*. الجزائر: جامعة الشلف.

13. كوديد سفيان. (2015). الدور التكافلي لنظام الوقف في تمويل التنمية المستدامة - إشارة إلى واقع الاوقاف في الجزائر. *مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 13*، 1993.

14. لهزيل عبدالهادي. (2015). *آليات حماية الأملاك الوقفية في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير تخصص الاحوال الشخصية*. الجزائر: جامعة الوادي.

15. محمد الزحيلي. (2016). *الصناديق الوقفية المعاصرة :تكييفها، أشكالها، حكمها، مشكلاتها.*.

16. محمد عبدالحليم، و عمر. (6 مارس, 2003). ، الاستثمار في الوقف، وفي غلاته و ريعه. مجمع *الفقه الاسلامي، الدورة 15* ، صفحة 07.

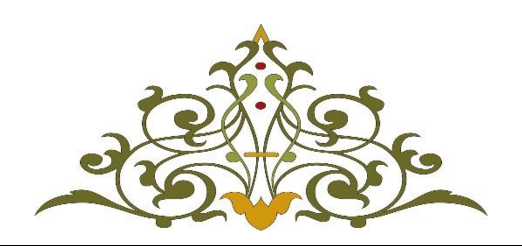
17. محمد محمود حسن أبوقطيش. (2002). *دور الوقف في التنمية الاجتماعية المستدامة -دراسة حالة الأوقاف في الأردن -،رسالة ماجستير في العمل الاجتماعي*. الأردن: كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية.

18. نقاسي محمد إبراهيم. (2016). *الصكوك الوقفية ودورها في التنمية الاقتصادية من خلال تمويل برامج التأهيل وأصحاب المهن والحرف، ورقة بحث متاحة على الرابط :conference.qfis.edu.qa/app/media/340 ، تاريخ الإطلاع :05-09-2016م1*. ماليزيا: جامعة العلوم الإسلامية الماليزية.

19. وسليم هاني منصور. (09 ديسمبر, 2006). الوقف ودوره في التنمية الاجتماعية، ، المنعقد بجامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية. http://www.bank-of- *"للمؤتمر الثاني للأوقاف بالمملكة العربية السعودية )الصيغ التنموية والرؤى المستقبلية*، صفحة 09.

20. ismail abdel mohsin Magda .(2017) .*Revitalization of waqf administration & family waqf law, 15/01/2017 p.4- 5 sur le site : www.wordpress.com.*





# الصكوك الإسلامية
# ودورها في إدارة السيولة





# صكوك الاستثمار قصيرة الأجل وإدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في ليبيا

**د. عزالدين مصطفى الكـــور – ليبيا**

أستاذ مشارك بقسم التمويل والمصارف-جامعة طرابلس- ليبيا

**الملخص:**

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على مدى وجود أدوات مالية لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية تصلح للموائمة بين السيولة والربحية، وعلى مدى وجود أدوات مالية قصيرة الأجل لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية وذات عوائد خالية من المخاطر، تصلح لتكوين محافظ استثمارية لإدارة السيولة.

وأشارت نتائج الدراسة إلى صكوك الاستثمار تصلح لإدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية، وذلك لكافة أنواع الصكوك التي يجوز تداولها؛ أو تلك التي لا يجوز تداولها ولكنها ذات آجال أقل من سنة. كما توصلت الدراسة إلى إمكانية تصميم وهيكلة صكوك استثمار ذات معدل عائد خالي من المخاطر، كصكوك السلم قصيرة الأجل، وصكوك المرابحة قصيرة الأجل بشكل عام؛ وصكوك المرابحة الاستيرادية بشكل خاص، التي تصلح لإدارة السيولة ضمن صناعة المالية الإسلامية.

**الكلمات الدالة:** صكوك الاستثمار، مخاطر الصكوك، هيكلة الصكوك، إدارة السيولة.

**Abstract**

This study aimed at identifying the extent to which financial instruments are not conflicted with the provisions of the Islamic sharia and are fit to harmonize liquidity and profitability. Also, it aimed at identifying the extent to which short - term financial instruments are consistent with Islamic Sharia and with risk-free returns, which are suitable for building liquidity management portfolios.

The results indicated that the investment sukuk are suitable for managing liquidity and harmonization of liquidity and profitability, this is for all types of sukuk that may be traded, or for those that may not be traded but less than a year. The study also described the possibility of designing and structuring risk-free investment sukuk, such as short-term Salm sukuk, short-term Murabaha sukuk, that are fit to manage liquidity within the Islamic financial industry.

**Key Words:** investment sukuk, risks of sukuk, sukuk structuring , liquidity management.

**المقــدمــة**

تعاني المؤسسات المالية الإسلامية عديـد المشـاكل في إدارتـها للسـيولة والموائمـة بـين السـيولة والربحية، بسبب عدم توفر الأدوات المالية قصيرة الأجل عالية السيولة؛ والتي تتماشى مـع الشـريعة الإسلامية، الأمر الذي سبب في تدني مستويات كفاءة التكلفـة ومعـدلات الأداء فيهـا وفقـاً لنتـائج دراسة الكور (2010). ونتيجة لأهمية إدارة السيولة في المدى القصير واعتبارها أداة لتحقيـق هـدف الربحية في المدى الطويل، على المؤسسات المالية الإسلامية بشـكل عـام والبنـوك الإسـلامية بشـكل خاص، أن تأخذ أهمية إدارة السيولة بعين الاعتبار، لما لها من أثر عـلى قيمتهـا السـوقية وقـدرتها عـلى المنافسة والاستمرار والنمو، فإدارة السيولة بنجاح في الأجـل القصـير يـؤدي إلى تحقيـق الربحيـة في الأجل الطويل و تعظيم القيمة السوقية للمؤسسات المالية الإسلامية.

إن الاستمرار ضمن الصناعة المالية والنمو فيها، لا يكون من قبيـل الصـدفة، وإنمـا هـو نتـاج لإسـتراتيجيات تصـمـم ويعمـل بهـا بعنايـة، كالريـادة في التكـاليف؛ والخطـوة السـباقة؛ والميـزة التنافسية للمنتجات؛ والدخول المبكر للسوق؛ وابتكار وتصـميم منتجـات جديـدة والتسـويق لهـا، وغيرها من الاستراتيجيات التي تُسهم في تدعيم ونمو الحصص السوقية للمؤسسات الماليـة وتحقـق لها معدلات أداء مرتفعة تجعلها قادرة على المنافسة والاستمرار والنمـو (الكـور، 2010). وتأسيسـاً



على النتائج التي قدمتها العديد من الدراسات، ومنها دراسة الفيومي و الكور (2008) ودراسة الكور (2008)، التي أشارت إلى بُعد البنوك الإسلامية عن الحد الأمثل للكفاءة على مستوى التكلفة، بالرغم من تمثيلها الجيد للكفاءة على مستوى الربح، الأمر الذي يشير إلى عدم الريادة على مستوى التكاليف، الذي قد يعود إلى التشريعات والقوانين التي تلزمها بالاحتفاظ بسيولة عالية، بسبب عدم توفر أدوات مالية تتماشى مع الشريعة الإسلامية و توائم بين السيولة والربحية.

كما تعتبر الأهداف المتمثلة في الربحية والسيولة والأمان؛ هي الإطار الذي تتخذ على ضوئه القرارات المالية في البنوك بشكل عام، إلا أن البنوك الإسلامية قد تعير هدف السيولة أهمية أكبر، فعند وجود احتمال عدم القدرة على الموائمة بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، لا يمكن للبنوك الإسلامية الاستعانة بالبنوك المركزية؛ والاعتماد عليها كمصدر للسيولة، أو الاعتماد على أداة الاقتراض بين البنوك؛ وغيرها من الأدوات التقليدية قصيرة الأجل التي تعتمد على الفوائد. وبهذا يجب على المؤسسات المالية أن تعمل على تبني إستراتيجية؛ تعتمد على منتجات مالية قصيرة الأجل لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية، تمكنها من استثمار فائض السيولة المؤقتة لديها بشكل ينعكس إيجاباً على معدلات الأداء فيها؛ و يعزز من قدرتها على المنافسة والنمو.

**مشكلة الدراسة:**

تتعارض أسواق ما بين البنوك التقليدية والأدوات المالية قصيرة الأجل المتاحة فيها مع الشريعة الإسلامية؛ وبالتالي عدم جواز التعامل بها، إضافة إلى افتقار هذه الأسواق لأدوات مالية عالية السيولة لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية. وبهذا تجد البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية نفسها مضطرة للاحتفاظ بجزء كبير من النقدية لتلبية متطلبات الاحتياطي القانوني وعمليات السحب اليومية وتوفير السيولة التشغيلية ومجابهة الأحداث غير المتوقعة في عمليات التمويل والاستثمار والموائمة بين التدفقات النقديـة الداخلة والخارجة، بشكل يترتب عليه ارتفاع نسبة الأصول النقدية إلى مجموع الأصول فيها عما هو عليه الحال في البنوك التقليدية، مما يزيد من ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض مستويات كفاءة التكلفة فيها؛ الذي ينعكس سلباً على أدائها. وللوصول إلى إستراتيجية فاعلة في إدارة السيولة، تحتاج البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية إلى تصميم أدوات ومنتجات مالية قصيرة الأجل تتماشى مع الشريعة الإسلامية و ذات عائد خالي من المخاطر تسهم في إدارة السيولة بكفاءة.

عليه يمكن توضيح مشكلة الدراسة من خلال السؤال التالي:

- هل تصلح صكوك الاستثمار لإدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية في المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في ليبيا؟
- هل توجد صكوك استثمار قصيرة الأجل ذات معدل عائد خالي من المخاطر؟



- هل يمكن تصميم و هيكلة صكوك استثمار قصيرة الأجل ذات عائد خالي من المخاطر تصلح لإدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في ليبيا؟

**هدف الدراسة:**

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على مدى إمكانية ابتكار وتصميم وهيكلة صكوك استثمار ذات عائد خالي من المخاطر تصلح للموائمة بين السيولة والربحية وتصلح لتكوين محافظ استثمارية لإدارة فائض السيولة في المدى القصير.

**أهمية الدراسة:**

تنبع أهمية الدراسة من أهمية الموضوع نفسه بشكل عام، الذي يُعنى بإدارة السيولة في البنوك وغيرها من مؤسسات المالية الإسلامية العاملة في ليبيا، وبالتالي يتوقع أن تقدم هذه الدراسة بعض النماذج والرؤى والمعلومات الإضافية لكل المهتمين بالمالية الإسلامية ومتخذي القرارات التنفيذية، والتعرف من خلالها على المخاطر التي تواجه صكوك الاستثمار و مدى إمكانية ابتكار وتصميم أدوات مالية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية تصلح في إدارة السيولة في منشآت المال والأعمال التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، مما يضفي على هذه الدراسة أهمية خاصة.

**منهجية الدراسة:**

تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي لتوفير الحقائق عن المشكلة البحثية وتحليلها، واستنباط المخاطر التي تواجه صكوك الاستثمار بشكل عام، والتعرف على إمكانية ابتكار و تصميم وهيكلة صكوك استثمار ذات عائد خالي من المخاطر تصلح للموائمة بين السيولة والربحية و لإدارة السيولة في مؤسسات المالية الإسلامية العاملة في ليبيا بشكل خاص.

**الدراسات السابقة:**

قام كل من **الفيومي و الكور (2008)** بتحليل ومقارنة مستويات الكفاءة في البنوك التجارية التقليدية و الإسلامية الأردنية، باستخدام طريقة تحليل البيانات المطورة DEA غير المعلمية، وطريقة الحد ألتصادفي SFA ودالة Cobb-Douglas، وكشفت نتائج الدراسة عن وجود انحرافات شديدة عن الحد الأمثل وخاصة البنوك الإسلامية ضمن العينة، وتفاوت كبير في مستويات الكفاءة المقدرة بين البنوك، وبينت أن فجوة الكفاءة على مستوى التكلفة والدخل بينها ازدادت اتساعاً خلال فترة الدراسة.

أما **دراسة الكور (2008)** فقد هدفت إلى تقدير نقاط عدم الكفاءة في البنوك التجارية التقليدية والإسلامية الأردنية (خمسة عشر ـ بنكاً) وللفترة من 1993 إلى 2006، وذلك باستخدام دالة translog وطريقة الحد التصادفي المعلمية (SFA).

وبينت نتائج الدراسة وجود انحرافات شديدة عن الحد الأمثل، وانخفاض في مستويات كفاءة التكلفة وكفاءة الربح المعياري والبديل، كما بينت النتائج تمتع البنوك الإسلامية بمستويات مرتفعة من كفاءة الربح، غير أنها بعيدة عن الحد الأمثل فيما يتعلق بكفاءة التكلفة، الأمر الذي قد يعود إلى التشريعات والقوانين التي تلزمها بالاحتفاظ بسيولة عالية، بسبب عدم توفر أدوات مالية قصيرة الأجل توائم بين السيولة والربحية وتتماشى مع الشريعة الإسلامية.

ودراسة **الشريف (2010)** التي ركز فيها على أحكام ضمان الصكوك وضمان عوائدها، فأشار إلى ضمان الطرف الثالث وهو طرف آخر غير طرفي العقد يضمن ما يحصل من نقص أو خسران في مشروع معين تم تمويله بواسطة الصكوك. كما تطرقت الدراسة إلى ضمان القيمة الاسمية للصك من خلال تعهد من المصدر أو المدير بضمانها، وأوضح أنه لا يجوز ضمان العائد أو الأرباح المتحققة من الصكوك. وتشير الدراسة إلى أن مسألة الضمانات من المسائل المهمة جداً لصناعة الصكوك، حيث أجازت المجامع الفقهية عدداً منها مثل ضمان التعدي والتقصير ومخالفة الشروط في المضاربة وضمان الطرف الثالث وتكوين احتياطي مخاطر الاستثمار إلى جانب التأمين الإسلامي وضمان الربح المتحقق دون المتوقع.

وجاءت **دراسة الكور (2010)** بهدف معرفة أثر بنود السيولة على كفاءة التكلفة، وبيان ما إذا كان لإدارة السيولة الأثر السلبي على كفاءة التكلفة ومن ثم على أداء البنوك الإسلامية الأردنية للفترة من 1993 وحتى 2008. وبتنفيذ الانحدار البسيط لمتغيرات الدراسة المتمثلة في متغير السيولة وما في حكمها وأثرها على متغير عدم كفاءة التكلفة المقدرة وعلى متغير العائد على الأصول، توصلت الدراسة إلى نتائج مفادها أن العلاقة بين متغير السيولة وما في حكمها وبين متغير عدم كفاءة التكلفة كانت موجبة وهامة إحصائيا وفي حدود 54.4% وعند مستوى معنوية أقل من 1 %. وأن علاقة متغير السيولة وما في حكمها مع أداء البنوك الإسلامية المتمثل في معدل العائد على الأصول جاءت ضعيفة نسبياً وغير هامة إحصائياً وفي حدود 13.8 %.

ونتيجة لأهمية إدارة السيولة في المدى القصير واعتبارها أداة لتحقيق هدف الربحية في المدى الطويل، توصي الدراسة البنوك العربية بشكل عام و البنوك الليبية بشكل خاص، التي بدأت حديثاً بالعمل بالصيغ و الأدوات المالية الإسلامية أن تأخذ بعين الاعتبار أهمية الكفاءة على مستوى التكلفة والربح وأهمية إدارة السيولة؛ لما لها من أثر على قيمة البنك وقدرته على المنافسة والاستمرار والنمو، الأمر الذي يتطلب من البنك المركزي الليبي العمل على تبني إستراتيجية تعتمد على أدوات ومنتجات مالية قصيرة الأجل تتماشى مع الشريعة الإسلامية تسهم في إدارة السيولة بكفاءة.

وفي **دراسة ميره (2011)** تم تناول الصورية في ملكية الصكوك، كأن يكون محل التصكيك أموالاً يمنع تملك حملة الصكوك لها بموجب قانون أو عرف تجاري، كالأصول السيادية للدولة التي لا يمكن تملك حملة الصكوك لها تملكاً حقيقياً، كالمطارات ومباني البرلمان ومجلس الوزراء وآبار النفط، كما تناولت الدراسة ضمانات الصكوك إذ تشير إلى محاولة المصارف الإسلامية تقليص المخاطر التي في الصكوك لتقريبها من مستوى مخاطر السندات، وهو أمر منشأ للخلل الشرعي في الصكوك، إذ أنه يتعذر جعل مستوى المخاطر في الصكوك مساوية تماماً لمخاطر السندات. وتوصلت الدراسة إلى أن من أهم ما يميز الصكوك عن السندات كونها تمثل حصة شائعة في أعيان أو منافع أو خدمات أو مزيج منها؛ وعليه فإن تحقُق هذه الملكية بكل مقتضياتها من الغنم والغرم، وانتفاء ما يتعارض مع تحققها من مظاهر الصورية وسماتها من الأهمية بمكان.

وأشارت النتائج إلى أن من أمثلة مظاهر صورية ملكية حملة الصكوك لأصول الصكوك، أن يكون محل التصكيك أصولاً يُمنع تملك حملة الصكوك لها بموجب قانون أو عرف تجاري، أو أن لا تفيد الصياغة القانونية لنشرة الإصدار وعقودهِ على نقل حقيقي لملكية الأصول إلى حملة الصكوك، أو أن يتم استبدال صكوك الإجارة أثناء مدة الإصدار. كما أشارت النتائج إلى أنه لا يجوز أن يضمن مُصدر الصكوك قيمة الصك (رأس المال) ولا مقداراً محدداً من الأرباح، سواءً أكان ذلك في صيغة التزام أم تعهد أم وعد ملزم، وكذلك فلا يجوز التزام المُصدر أو تعهده أو وعده وعداً ملزماً بشراء أصل من الأصول (أو ما تمثله الصكوك) بالقيمة الاسمية للصك عند الإطفاء. وأفادت الدراسة إلى جواز أن يضمن الإصدار طرف ثالث مستقل شريطة أن يكون دون مقابل، وأن يكون الطرف الثالث الضامن مستقلاً استقلالاً كاملاً وحقيقياً عن المصدر.

أما **دراسة الفكي (2012)** فقد اهتمت بالجانب التطبيقي لصناعة الصكوك ابتداء من مرحلة إصدار الصكوك إلى التداول والتصفية، و في الدور الذي لعبته الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية في السودان ومدى صلاحيتها لتكون بديلاً للسندات في إدارة السيولة والسياسة النقدية وتمويل عجز الميزانية. وتوصلت الدارسة إلى نتائج تشير إلى إمكانية استخدام صكوك الاستثمار كبديل لأدوات الدين العام التقليدية في مجال سد العجز في الموازنة العامة وإدارة عمليات السياسة النقدية واستقرار سعر الصرف وكبح جماح التضخم.

وقامت **دراسة العمرني و السحيباني (2013)** بتقويم تطبيقات صكوك الإجارة من الناحيتين الفقهية والاقتصادية في السعودية، وتقديم مقترحات لتحسين هياكل صكوك الإجارة، وتحقيق قيمة اقتصادية مضافة توازن بين مخاطر الصكوك وعوائدها. وتوصلت الدراسة إلى أن طبيعة الصكوك الإسلامية تتطلب نماذج تقييم وتصنيف مختلفة، وأن السوق الثانوية تعاني من ضعف التداول الناتج من صغر حجم الإصدارات مقارنة بإصدارات الأوراق المالية التقليدية، وافتقار صناعة الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية اللازمة لزيادة إصدار الصكوك وتداولها.

و هدفت دراسة كل من **ناصر وبن زيد (2014)** إلى البحث في إمكانية أن تكون الصكوك أداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى الاستفادة منها في الجزائر. وتوصلت الدراسة إلى أنه بالرغم من وجود عوائق وإشكالات تعترض طريق الصكوك إلا أنها تعتبر أداة تمويلية ناجحة لمشاريع التنمية الاقتصادية.

أما **دراسة بدر(2015)** فهدفت إلى تقييم دور الصكوك الإسلامية كأداة فعالة للتمويل، ومعرفة أثر استخدامها على الدين العام باستخدام نموذج افتراضي لمحاكاة الأثر على الدين العام وعجز الموازنة في الاقتصاد المصري. وتوصلت الدراسة إلى أن استخدام الصكوك لها أثر إيجابي على الدين العام أو عجز الموازنة، و وجود أثر ايجابي للتمويل بواسطة الصكوك على فجوة الادخار المحلية وعجز الموازنة العامة والدين العام الداخلي.

كما هدفت دراسة كل من **الموسى وسيلا (2016)** إلى بيان الصكوك الاستثمارية ونشأتها ومخاطرها، وعرضت فيها لمفهوم الصكوك ومفهوم الاستثمار وأوجه التشابه و الاختلاف بين الصك والسهم والسند، كما بينت مراحل نشأة الصكوك الاستثمارية، وأنواعها باعتبار العقود المؤصلة للمعاملة، وباعتبار طبيعة العلاقة بين المُصدر وحملة الصكوك، وباعتبار النظر إلى طريقة انتهائها، وألقيت الضوء على مفهوم المخاطر وعلاقته بالاستثمار وأنواع المخاطر التي تتعرض لها صكوك الاستثمار، مع إبراز مجموعة من الضوابط الشرعية التي تحكم عملية إصدار صكوك الاستثمار وتداولها وإطفائها.

وطُبقت **دراسة (2016) Nagano** على عينة من الشركات في ماليزيا واندونيسيا في الفترة من 2000 إلى 2014 باستخدام نموذج Probit، بهدف استكشاف ما يشجع الشركات على اللجوء إلى سوق الصكوك، حيث أشارت الدراسة إلى السبب يرجع إلى أن الزيادة في حجم التمويل تحد من قدرة البنوك على منح القروض، كما أن طبيعة هيكلة الصكوك المصممة وفق علاقات تعاقدية دقيقة تسهم في الحد من عدم التماثل في المعلومات بين المصدر والمستثمرين، باعتبار أن أغلب إصدارات الصكوك تعتمد على هياكل المرابحة والإجارة، التي تسهم في الحد من عدم التماثل في المعلومات، إضافة إلى الأصول التي تدعم هيكل الصكوك تعوض المستثمرين عن تكلفة المعلومات، كما أشارت النتائج إلى أن الشركات ذات التقييم المرتفع لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية و ذات الطلب المتزايد على التمويل، تختار سوق الصكوك لتغطية تمويل أنشطتها.

وفي **دراسة (2017) Grassa and Miniaoui** تم استخدام عينة مكونة من 88 إصدار لصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة من 2000 إلى 2015، لتحليل ومعرفة العوامل التي تؤثر على اختيار المُصدر للصكوك مقارنة بالأدوات التقليدية. وأشارت النتائج إلى أن الشركات التي ترغب في إصدار ديون لفترات أطول تفضل التمويل بالصكوك عن السندات، و أن عامل النمو يرتبط إيجابا مع إصدار الشركات للصكوك.

أما **دراسة أمل وآخرون (2018)** فتهدف إلى معرفة دور الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل في النمو الاقتصادي، عن طريق تناول تجارب حقيقية لإصدار تلك الصكوك في كل من ماليزيا والإمارات العربية المتحدة وبريطانيا للفترة 2007–2015، و تضمن نموذج الدراسة القياسي مجموعة من المؤشرات العامة المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي وعدد السكان والاستثمار الأجنبي المباشر. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة طردية بين إصدار الصكوك الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي؛ باعتباره مؤشر يعبر عن النمو الاقتصادي.

## الإطار النظري للدراسة:

### أهمية إدارة السيولة:

تكمن أهمية إدارة السيولة في كونها تخفض المخاطر التي تحدث جراء حدوث فائض أو عجز في السيولة، وازدادت أهمية إدارة السيولة في السنوات الأخيرة نتيجة للتطور الحاصل في شتى المعاملات المالية، بالإضافة إلى التذبذب الحاصل في أسعار الفائدة وأسعار الصرف والتغيرات في خصائص الأسواق والتطورات التكنولوجية المستمرة، وأهمية الإيفاء بالالتزامات في مواعيدها، وغيرها من الأمور التي تستوجب (على الدوام) أن تدار السيولة بكفاءة عالية، حتى يمكن تخفيض مخاطر السيولة إلى أقل ما يمكن.

ونظراً لطبيعة البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية وافتقارها إلى رعاية البنوك المركزية من حيث إنها لا تعتبر الملاذ الأخير للاقتراض كما هو الحال في البنوك التقليدية، ونظراً لطبيعة الودائع في البنوك الإسلامية، إضافة إلى ضعف آليات التمويل والحصول على السيولة من الأسواق المالية الإسلامية، ولمجابهة أي نقص محتمل في السيولة، تلجأ البنوك الإسلامية إلى الاحتفاظ بمقدار كبير من الأموال السائلة لمجابهة متطلبات السيولة المختلفة، من متطلبات الاحتياطي القانوني و عمليات التشغيل اليومية، أو نتيجة لدافع الحيطة والحذر من مغبة عدم موائمة التدفقات النقدية الداخلة مع التدفقات النقدية الخارجة، أو نتيجة لدافع المضاربة الذي يتيح استغلال فرص مربحة وغير متوقعة، فإن كل ذلك يستوجب من البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية الاحتفاظ بمعدلات مرتفعة نسبياً من السيولة مقارنةً بالبنوك التقليدية.

وبالمقابل؛ فإن الاحتفاظ بمقادير مرتفعة من النقدية سيزيد من مخاطر عدم استغلال الموارد المالية في البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية، ويزيد من ارتفاع تكاليف الأموال فيها، وانخفاض كفاءة التكاليف، مما يؤثر بشكل كبير على وضعها التنافسي و ينعكس سلباً على الأرباح، ومن ثم على الأداء وعلى قيمتها السوقية.

ويقصد بالسيولة؛ قدرة البنوك على تحويل الأصول المالية إلى نقود في الوقت المناسب وبسعر قريب من سعر السوق، إذ تتمثل أهم أهداف إدارة السيولة في المحافظة على رصيد نقدي موجب جاهز يمكن من خلاله عدم الوقوع في عجز نقدي (عسر فني) ومجابهة احتياجات النقدية في المدى القصير.

ويتم الاحتفاظ بالأصول المالية ذات السيولة العالية؛ كاستثمار مؤقت للحصول على عوائد منخفضة المخاطر، لمقابلة أي تدفقات نقدية خارجة غير متوقعة، أو عندما تكون التدفقات النقدية الداخلة اقل من التدفقات النقدية الخارجة، بشكل يسهم في تخفيض تكلفة التمويل من المصادر الخارجية. كما ترجع أسباب تكوين محافظ الأوراق المالية ذات السيولة العالية؛ إلى دافع المضاربة واستغلال الفرص المربحة غير المتوقعة؛ وإلى دافع الاحتياط ومواجهة الحالات الطارئة؛ وإلى دافع العمليات التشغيلية والمصاريف المتعلقة بالنشاط؛ وتعزيز القدرة على الوفاء بالمسحوبات غير المتوقعة في البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية؛ وهذا كله في إطار كفاءة الإدارة النقدية والموائمة بين مبدأ السيولة والربحية، (الكور، 2010)

**معدل العائد الخالي من المخاطر*:**

يتحدد سعر الفائدة في السوق من خلال سعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة (الذي يتمثل في عائد ورقة مالية مرتفعة السيولة وخالية من جميع المخاطر) إضافة لعلاوات متعددة كعلاوة التضخم وعلاوة مخاطر عدم السداد وعلاوة مخاطر السيولة وعلاوة مخاطر أجل الاستحقاق، أما معدل العائد الخالي من المخاطر فيعكسه سعر الفائدة الاسمي عديم المخاطرة الذي يحتوي على سعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة إضافة لعلاوة مخاطر التضخم فقط.

**علاوات المخاطرة*:**

وتتمثل في العلاوات التالية:

- **علاوة التضخم:**

يعكس التضخم انخفاض القوة الشرائية للنقود ومن ثم ينعكس بالزيادة على الحد الأدنى للعائد المطلوب من المستثمرين، و اللازم لتغطية أثر التضخم، بحيث يصبح سعر الفائدة الاسمي متضمناً لسعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة + علاوة التضخم.

- **علاوة مخاطر عدم السداد:**

تزداد علاوة مخاطر عدم السداد مع زيادة احتمال تحقق خسائر مُصدر الورقة المالية؛ وتزايد احتمال عدم قدرته على سداد العوائد أو سداد قيمة الورقة عند الاستحقاق. بحيث يصبح سعر

* أجين برجام (2010). الإدارة المالية، الجزء الأول ص(57)، شعاع للنشر والعلوم.
* أجين برجام (2010). الإدارة المالية، الجزء الأول ص (62-58).

الفائدة الاسمي متضمناً لسعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة + علاوة مخاطر عدم السداد اللازمة لتعويض المستثمر عن هذه المخاطر.

- **علاوة السيولة:**

يعتبر تسويق الورقة المالية؛ وإمكانية تحويلها إلى نقود في الوقت المناسب وبسعر قريب من سعر السوق؛ من العوامل المهمة التي يأخذها المستثمرون بعين الاعتبار، وعلى هذا الأساس تضاف علاوة السيولة للعائد المطلوب من قبل المستثمرين عند احتساب عائد الورقة المالية محل الاستثمار، وعلى هذا الأساس ترتفع علاوة السيولة كلما انخفضت درجة سيولة الورقة المالية والعكس صحيح (علاقة عكسية).

- **علاوة أجل الاستحقاق:**

للزمن قطعةٌ من الثمن، وكلما زادت فترة الاستثمار زاد عدم التأكد بشأن المستقبل وبالتالي زادت المخاطرة؛ وزادت احتمالات ارتفاع أسعار الفائدة و معدل العائد المطلوب على الاستثمار، الذي ينعكس على انخفاض السعر السوقي للورقة المالية وتحقيقها لخسائر رأسمالية، وبالتالي كل الاستثمارات طويلة الأجل تتطلب إضافة علاوة أجل الاستحقاق إلى العائد الحقيقي مع العلاوات الأخرى لتعويض المستثمر عن هذه المخاطر.

**الشروط الواجب توفرها في الأوراق المالية ذات معدل عائد خالي من المخاطر*:**

ويتحقق معدل العائد الخالي من المخاطر؛ عندما يمتد تقييم المستثمر للورقة المالية لفترة واحدة، بأن يعلم المستثمر الذي يشتري الورقة المالية في بداية الفترة بتأكد تام قيمتها في نهاية الفترة، وأن فترة الاستثمار المحددة من قبل المستثمر تنتهي في تاريخ استحقاق الورقة المالية؛ لتفادي مخاطر معدل إعادة الاستثمار وانخفاض قيمة الورقة عند الاستحقاق، وبهذا فإن الانحراف المعياري لعائد هذه الورقة الدوري يكون مساوياً للصفر ولا وجود لخسائر رأسمالية.

كما أن الورقة المالية ذات معدل عائد خالي من المخاطر قصيرة الأجل، وبهذا تكون درجة التأكد بشأن التضخم مرتفعة وعلاوة التضخم يتضمنها معدل العائد عليها. وأنها ذات دخل ثابت وتصدر عن مؤسسات مالية حكومية يصعب أن تفشل في سداد ما عليها من التزامات، وهي بذلك لا تنطوي على مخاطر عدم السداد.

وتأسيساً على ما سبق، يمكن اعتبار أذونات الخزانة التي تصدرها وزارة المالية وشهادات الإيداع التي تصدرها البنوك المركزية؛ أوراقاً مالية قصيرة الأجل يعتبر معدل العائد فيها خالي من المخاطر، غير أنها لا تصلح لإدارة السيولة في البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية كونها تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

* لمزيد من التفاصيل انظر منير هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، ص(337-335).

**صكوك الاستثمار:**

تعتبر الصكوك أداة مالية من أدوات النموذج المالي المستند على الأسواق المالية، تعرف بأنها وثائق متساوية القيمة الاسمية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات نقدية أو أعيان أو منافع أو خدمات أو خليط منها، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري محدد بقصد الاستثمار أو التمويل، ولا تمثل الصكوك ديناً في ذمة مصدرها لحاملها، وتصدر في إطار عقد شرعي**.

وتعتبر الصكوك ذات مخاطر متباينة وفق تباين مخاطر العقود التي تبنى على أساسها هياكل الصكوك (هياكل تبنى على أساس عقود المداينات، وهياكل تبنى على أساس عقود المشاركات التي تعتمد مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر)، كما أنها لا تعتبر مصدر تمويل دائم كما هو في الأسهم لاحتوائها على تاريخ استحقاق كما في السندات.

وتعرف صكوك الاستثمار الحكومية على أنها الصكوك التي يكون المُصدر فيها إحدى الوزارات أو الهيئات أو المؤسسات العامة أو وحدات الحكم المحلي أو الشركات المملوكة للدولة ملكية عامة. ويجب أن يكون إصدار الصكوك الحكومية وفق قانون الصكوك الليبي مقابل حق الانتفاع بالأصول فقط دون تملكها. كما يصدر الصك على أساس توكيل المصدر لجهة الإصدار في حفظ حقوقه وإدارة عملية التصكيك.

**أنواع الصكوك*:**

- صكوك التمويل (صكوك المرابحة، صكوك الاستصناع، صكوك السلم).
- صكوك الإجارة (صكوك ملكية الأعيان القابلة للتأجير، صكوك ملكية منافع الأعيان القابلة لإعادة التأجير، صكوك إجارة الخدمات).
- صكوك الاستثمار (صكوك المضاربة، صكوك الوكالة بالاستثمار، صكوك المشاركة).
- صكوك المشاركة في الإنتاج (صكوك المزارعة، صكوك المساقاة، صكوك المغارسة).
- صكوك المحافظ الاستثمارية.

**تداول الصكوك**:**

يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونًا، أو تمّ بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

---

** مادة (1) قانون رقم (4) لسنة 2016 بشأن الصكوك.

* مادة (10) قانون رقم (4) لسنة 2016 بشأن الصكوك.

** مادة (22) قانون رقم (4) لسنة 2016 بشأن الصكوك.

وفي الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد إتمام عملية الإصدار بسعر السوق أو بالسعر الذي يتراضيان عليه يوم الشراء، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.

**تحليل مخاطر الصكوك:**

تتمثل معايير اختيار الأوراق المالية بما فيها صكوك الاستثمار لتكوين المحافظ الاستثمارية ذات السيولة العالية لأغراض الاستثمار والموائمة بين السيولة والربحية وإدارة السيولة في المخاطر التالية:

**المخاطر العامة:**

- **المخاطر المالية:**

تتمثل المخاطر المالية في درجة تذبذب السعر؛ ومن ثم مدى تحقق الخسائر الرأسمالية للورقة المالية في حالة البيع قبل موعد الاستحقاق، حيث تتعرض كافة الصكوك القابلة للتداول لهذه المخاطر، باعتبار إمكانية بيعها قبل موعد استحقاقها؛ لأغراض السيولة أو ظهور فرص بديلة تحقق عوائد أعلى، وبهذا يكون حملة الصكوك دون المُصدر عرضه لاحتمال تحقق خسائر رأسمالية عند بيع الصكوك بقيمة سوقية أقل من قيمتها الاسمية.

أما عند الاحتفاظ بالصك إلى تاريخ الاستحقاق؛ فحملة الصكوك يتعرضون لمخاطر احتمال تغير القيمة السوقية إلى أقل من قيمتها الاسمية عند الإطفاء، والعكس صحيح بالنسبة لمُصدر الصكوك الذي يتعرض لهذه المخاطر عند ارتفاع القيمة السوقية عن القيمة الاسمية للصك عند الإطفاء. أما الصكوك التي يجوز استردادها والقابلة للاستدعاء قبل تاريخ الاستحقاق، والتي من المتوقع أن يستردها المُصدر عندما تكون القيمة السوقية أقل من قيمتها الاسمية، يتحقق فيها أيضاً خسائر رأسمالية لحملة الصكوك.

وتزداد المخاطر المالية مع احتمال تحقق الخسائر أو العسر المالي سواءً الفني منه أو الحقيقي للشركة المُصدرة للورقة المالية، و التي تعرف بمخاطر التوقف عن سداد الالتزامات. و تتمثل في عدم قدرة المُصدر على سداد العوائد أو سداد قيمة الورقة عند استحقاقها، الذي قد يرجع إلى ظروف اقتصادية عامة (مخاطر عامة) أو ظروف خاصة بالمُصدر (مخاطر خاصة). وعلى هذا الأساس يستوجب الأمر عند الاستثمار في الصكوك بشكل عام دراسة وتحليل قدرة المُصدر على السداد، فبظهور احتمال ولو ضعيف؛ عن عدم قدرة المُصدر على سداد قيمة العائد أو قيمة الصكوك؛ كفيل بانخفاض قيمة الصكوك السوقية، ناهيك عن عدم قدرته وعجزه الحقيقي عن السداد، الذي يحقق خسائر رأسمالية كبيرة؛ تعتمد حدتها على ما تمثله الصكوك من أعيان أو منافع أو ديون.

- **مخاطر سعر الفائدة:**

عند ارتفاع أسعار الفائدة في السوق؛ يزيد الحد الأدنى من العائد المطلوب من قبل المستثمرين؛ الذي ينعكس بدوره على أسعار الأوراق المالية المُصدرة بالانخفاض، وتتحقق معه الخسائر الرأسمالية عند البيع خلال عمر الصك وقبل موعد الاستحقاق؛ في حال انخفضت القيمة السوقية للورقة المصدرة عن قيمتها الاسمية، أما عند الاحتفاظ بالورقة المالية لموعد الاستحقاق (هذا ما يميز الصكوك عن الأسهم التي تعتبر مصدر تمويل دائم، بينما الصكوك تتشابه مع السندات في أنها ذات آجال محددة) يتم استرداد القيمة الاسمية و لا تتحقق الخسائر بالمعنى المحاسبي؛ و الذي يتحقق فقط في صكوك المرابحة والإجارة المنتهية بالتمليك و الشراكة المتناقصة. و إذا ما أخذنا تكلفة الفرصة البديلة بعين الاعتبار عند ارتفاع أسعار الفائدة في السوق؛ تتحقق عندها الخسائر بالمعنى الاقتصادي، فالعوائد المحققة على الاستثمار في الصكوك، تصبح غير مجزية لحملتها وأقل من معدل العائد المطلوب عليها.

أما عند انخفاض أسعار الفائدة؛ فيفترض في قيمة الورقة المالية السوقية أن ترتفع؛ وتحقق أرباح رأسمالية عند بيعها قبل موعد الاستحقاق؛ باعتبار أنها تحقق عوائد أعلى من عوائد الاستثمارات في السوق لذات المستوى من المخاطر، وفي حال الاحتفاظ بها لحين موعد الاستحقاق تكون العوائد مجزية حيث أنها أعلى من عائد الفرصة البديلة للاستثمارات ذات نفس المستوى من المخاطر.

- **مخاطر القوة الشرائية:**

عند حدوث التضخم وانخفاض القوة الشرائية، ينعكس ذلك على العوائد الدورية والرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية بالانخفاض أيضاً. وبالتالي الأوراق المالية ذات الفائدة أو العوائد الثابتة (السندات أو صكوك المرابحة و الإجارة مثلاً) تنخفض قيمتها وتحقق خسائر رأسمالية، وهذا ينطبق أيضاً على كافة أنواع الأوراق المالية و الصكوك؛ في حال ما كانت عوائدها أقل من معدل العائد المطلوب عليها جراء التضخم.

- **مخاطر تذبذب أسعار الصرف:**

عند انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الرئيسية، تحدث موجات من التضخم، وخاصة تلك المصاحبة بسياسات نقدية انكماشية على مستوى الدولة؛ تؤدي إلى صعوبة الحصول على تمويل لتغطية حاجتها من النقدية، لهذا تضطر الشركات للاحتفاظ بالنقدية ة، وخوفاً من تآكل قوتها جراء انخفاض قيمتها؛ تقوم باستثمارها في أوراق مالية قصيرة الأجل ذات سيولة عالية؛ للموائمة بين السيولة والربحية والمحافظة على القيمة، وبهذا تتعرض الأوراق المالية إلى مخاطر احتمال انخفاض قيمتها السوقية في حال ما كانت عوائدها أقل من معدل العائد المطلوب جراء انخفاض قيمة عملة الإصدار وتذبذب سعر الصرف.

- **مخاطر السوق:**

ترجع مخاطر السوق؛ لمخاطر تتعلق بعوامل اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية، تؤثر في الاتجاهات السعرية الصاعدة والهابطة في سوق المال وفي قيمة الأوراق المالية المتداولة فيه، بما فيها الصكوك القابلة للتداول.

**وعلية**؛ فإن المخاطر سالفة الذكر؛ تتأثر بها كافة الأوراق المالية، إلا أن درجة التأثر بها تختلف من ورقة مالية إلى أخرى؛ وذلك حسب حساسية هذه الأوراق تجاه المخاطر العامة؛ والتي تكون ذات علاقة طردية مع عوائد الأوراق المالية، فعلى سبيل المثال الصكوك الأكثر حساسية تجاه المخاطر العامة يفترض أن تحقق عوائد أعلى من تلك الأقل حساسية، وهذا وفق مقتضيات العلاقة التعويضية والتوازنية بين العائد والمخاطرة.

- **مخاطر السيولة:**

مخاطر السيولة تكمن في عدم القدرة على بيع الورقة المالية أو احتمال بيع الورقة المالية بأقل من سعرها السوقي نتيجة لظروف السوق، وخاصة الأسواق الضحلة التي لا تتمتع بالعمق والاتساع وسرعة الاستجابة أو التي تعاني من ضعف التداول ومن ثم الحد من حرية الخروج من السوق.

هذا النوع من المخاطر يعتمد بالدرجة الأولى على سوق المال الذي يتم فيه تداول الصكوك المُصدرة، ومن ثم يمكن اعتباره من المخاطر العامة التي تواجه كافة الأوراق المالية بما فيها الصكوك، الأمر الذي يتطلب من المكتتبين فيها أن يأخذوا هذه المخاطر بعين الاعتبار؛ وخاصة المستثمرين أصحاب مراكز الاستثمار قصيرة الأجل؛ أو الذين لا يرغبون في الاحتفاظ بالصكوك القابلة للتداول لتاريخ الاستحقاق؛ أو عند الاستثمار في الصكوك القابلة للاستدعاء؛ التي يجوز فيها الاستدعاء و الاسترداد من قبل المُصدر وإطفائها قبل تاريخ الاستحقاق.

**وتأسيساً على ما سبق**؛ يمكن اعتبار أن التقلبات والتذبذبات السعرية التي تواجهها الأوراق المالية قصيرة الأجل أقل منه في الأوراق المالية طويلة الأجل؛ نتيجة لقصر فترة استحقاقها (أقل من سنة) وانخفاض عدم التأكد بشأن العوائد المتولدة عنها وعن قيمتها السوقية.

وعلى هذا الأساس يتطلب الأمر عند إدارة المحافظ الاستثمارية تحقيق التوازن بين الاستثمارات القصيرة والطويلة الأجل، فالاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل يحقق للمستثمر عوائد مجزية عند انخفاض أسعار الفائدة ومعدلات العوائد المطلوبة في السوق، أما الاستثمار في أوراق مالية قصيرة الأجل فيعتبر أقل حساسية (أقل مخاطرة) تجاه تقلبات العوائد في السوق منه في الأوراق المالية طويلة الأجل، فالأوراق المالية قصيرة الأجل تتمتع بفترة استرداد قصيرة؛ تحمي المستثمر من مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة والعوائد في السوق؛ وذلك من خلال إمكانية إعادة استثمارها بشكل أسرع وبعوائد جديدة أعلى.

ومن المتعارف عليه أن المخاطر المالية وتذبذب القيمة السوقية ومخاطر كل من سعر الفائدة ومخاطر القوة الشرائية وتذبذب أسعار الصرف تنعكس بقوة على أسعار الأوراق المالية القابلة للتداول جراء تأثيرها المباشر على الحد الأدنى من العائد المطلوب من قبل المستثمرين، الذي يزيد بزيادة المخاطر سالفة الذكر وينعكس على القيمة السوقية للأوراق المالية بالانخفاض أثناء عمر الصك. وعليه لا يمكن تجاهل مخاطر تغير أسعار الفائدة ومخاطر تذبذب القيمة السوقية وتذبذب أسعار الصرف في السوق ومخاطر القوة الشرائية وعلاقتها العكسية مع أسعار الأوراق المالية بشكل عام. فالمخاطر المرتبطة بارتفاع وانخفاض معدلات العوائد تتعرض لها كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق بما فيها الصكوك القابلة للتداول.

كما يتضح مما سبق أن الصكوك تتعرض للمخاطر المالية ومخاطر تغير قيمتها السوقية قبل وعند الاستحقاق، وبهذا فهي تستوجب تحقق شروط و متطلبات إدارة السيولة في المدى القصير، جراء احتمال تعرضها للتذبذب في قيمتها السوقية. غير أن مُصدر هذا النوع من الصكوك يتعرض لمخاطر أكبر من تلك التي يتحملها حملة الصكوك؛ جراء احتمال ارتفاع القيمة السوقية للصكوك أو ما تمثله من أصول ومنافع عن قيمتها الاسمية عند الاستحقاق، الأمر الذي يتطلب كفاءة في الاستثمار و إدارة المخاطر لدى الجهات المُصدرة.

إلا أنه ونتيجة لطبيعة صكوك المرابحة و صكوك الاستصناع وصكوك السلم وصكوك المزارعة و المساقاة و المغارسة المتمثلة في أن إطفائها عند موعد الاسـ تحقاق يكون ببيع سلعة الصكوك، المتضمنة لقيمة الصكوك الاسمية مضافا إليها العائد، فهي بهذا ضمانة للحصول على قيمة الاستثمار بالكامل دون انخفاض ولا زيادة (وخاصة إذا كان هناك تحوط بسلم أو إستصناع موازي) مع عائد إضافي يفترض أنه مجزي، باعتبار أن هذا العائد يحتوي على العلاوات المختلفة عن المخاطر، وبالتالي يمكن تحقيق عوائد مجزية وتعويض مخاطر الاستثمار فيها. إضافة إلى أن عدم جواز تداول صكوك المرابحة والسلم يبعد مخاطر بيعها بقيمة أقل من قيمتها الاسمية قبل موعد الاستحقاق، وبالتالي فهي لا تحتوي على مخاطر تذبب القيمة السوقية ومخاطر تحقق الخسائر الرأسمالية بمفهومها المحاسبي، أما بالمفهوم الاقتصادي وعدم تحقيق عوائد مجزية تأخذ القيمة الزمنية للنقود ومخاطر التضخم بعين الاعتبار؛ فهي عرضه لها، الأمر الذي يحتاج إلى تحليل المخاطر المتوقعة من قبل المستثمرين في الصكوك؛ وعكس علاوات المخاطر المختلفة في العوائد، حتى تكون مثلى ولا تؤدي إلى تحقق انخفاض في قوة الأموال المستثمرة.

أما صكوك المشاركة المتناقصة فتطفأ بانتهاء فترة التخارج المنصوص عليها في نشرة الإصدار ومع أخر قيمة مسددة من المُصدر لحملة الصكوك. وكذلك صكوك ملكية الموجودات المنتهية بالتمليك التي تنتهي مع سداد أخر قسط من قيمة الأصل وعائد الإجارة من قبل المستأجر (المُصدر)

إلى حملة الصكوك. حيث تطفأ بانتقال كامل الملكية للمستأجر بعد المدة المحددة في العقد، ويتحقق فيها ضمان حصول حملتها على القيمة المتوقعة والمقدرة منذ بداية الاستثمار.

**المخاطر الخاصة:**

- **مخاطر عدم تماثل المعلومات:**

تشترط نظرية كفاءة سوق المال تماثل المعلومات للمستثمرين، الأمر الذي يجعل من توقعات المتعاملين (عدد كبير من المستثمرين اللذين يتصفون بالرشد ويسعون لتعظيم المنفعة) متماثلة بالنسبة لاتجاهات السوق المستقبلية، ومن غير الممكن لمستثمر التأثير على الاتجاهات السعرية والتفوق على السوق.

أما عدم تماثل المعلومات فيشير إلى حصول بعض المستثمرين دون غيرهم، على المعلومات ذات العلاقة والمهمة والجوهرية، التي تمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية تحقق لهم أرباح خاصة وغير عادية على حساب الآخرين. وتحث نظرية كفاءة سوق المال على أن تكون علاقة أطراف التعاقد أو الاتفاقيات (البائع والمشتري، الملاك القدامى والجدد، الملاك ومجلس الإدارة، أصحاب الالتزامات والملاك، الإدارة وكل من العاملين والمجتمع والبيئة) نافية للجهالة بحيث تنخفض معها مشكلة الوكالة وتكاليفها، وتنتج حالة من الشفافية وتماثل المعلومات؛ تحقق مصلحة أطراف التعاقد ولا تسمح بحدوث مشكلة العبء الأخلاقي وتعارض المصالح بينهم.

وعلى هذا الأساس يتطلب تخفيض مخاطر عدم تماثل المعلومات وما تنتجه من عبء أخلاقي، رفع مستويات الكفاءة (التشغيل والتسعير) في السوق المالي، الأمر الذي يتوفر من خلاله متطلبات الإفصاح والشفافية المطلقة وسرعة الاستجابة لأوامر البيع والشراء في السوق المالي.

وبهذا تجمع مخاطر عدم تماثل المعلومات بين المخاطر الخاصة كون المعلومة الداخلية المسربة للبعض دون الآخرين؛ من مسئولية الشركة أو المؤسسة المُصدرة لصكوك الاستثمار، وبين المخاطر العامة؛ كون هيئة سوق المال والسوق المالي مناط بها رفع مستويات الرقابة والإفصاح وتحقيق الشفافية المُطلقة لتحقيق تماثل المعلومات وتحقيق العدالة في عمليات الاستثمار والتمويل.

- **مخاطر الإدارة:**

ترجع مخاطر الإدارة إلى اتخاذ قرارات مالية متمثلة في قرارات تمويل وقرارات استثمار خاطئة، بالإضافة إلى قرارات تشغيلية خاطئة أخرى في مجال إدارة الإنتاج والتسويق وغيرها من الأخطاء الإدارية التي تؤدي إلى تلف الأصول، حيث تنعكس كلها سلباً على العوائد وعلى القيمة السوقية للورقة المالية ومن ثم على قيمة الشركة المُصدرة لها.

وبالتالي تنعكس هذه المخاطر على الملاك وعلى حملة الأوراق المالية المُصدرة من هذه الشركة على السواء، ويتطلب الأمر لتخفيضها من قبل المستثمرين بشكل عام وحملة الصكوك بشكل خاص؛ الدراسة والتحليل لتاريخ الشركة وشخصية وسمعة الإدارة وخاصة فيما يتعلق بمشكلة

الوكالة و الحاكمية المؤسسية. كما تكمن أهم عوامل تخفيض المخاطر الخاصة المتمثلة في مخاطر الإدارة في التنويع؛ الذي يتيح عدم تركيز كل الاستثمارات في شركة مُصدرة واحدة؛ بل يتعداه بالاستثمار في عدة إصدارات لشركات متنوعة، بشكل يخفض الانحرافات المتوقعة في معدل العائد جراء هذا النوع من المخاطر؛ ويتيح تحقيق متوسط عائد مجزي ومستقر عبر الزمن لحملة الصكوك.

- **مخاطر المسئولية البيئية و الاجتماعية:**

على الشركة تبني مفاهيم المسئولية البيئية والمسئولية الاجتماعية، ضمن رؤية واضحة والالتزام بها عند تنفيذ الاقتراحات الاستثمارية، لما لها من أثر واضح على قيمة الشركة ومن ثم على قيمة الأوراق المالية المُصدرة؛ وخاصةً صكوك الاستثمار منها؛ التي تستند على مشاريع قد لا تستمر وتتوقف في حال وجود ضرر بيئي أو عدم قبول مجتمعي. وبالتالي يجب على المستثمرين أخذ هذه المخاطر بعين الاعتبار وعدم الاستثمار في صكوك تحتوي على احتمال وجود هذه المخاطر التي تنعكس بقوة على قيمتها وتؤدي إلى خسائر رأسمالية كبيرة.

- **مخاطر الشريعة:**

تعتبر مخاطر الشريعة من أهم المخاطر التي تواجه صكوك الاستثمار، فمخالفة الصكوك لأحكام الشريعة الإسلامية خلال أي فترة من عمر الصكوك المُصدرة قد يؤدي إلى بطلانها أو عدم جواز تداولها (كزيادة نسبة الديون عن ثلث مكونات الصك أو التملك الصوري للأصول ...الخ). وهي من المخاطر الخاصة لعلاقتها المباشرة بالمُصدر وجهة الإصدار.

ولتخفيض هذا النوع من المخاطر على المستثمرين والمكتتبين المُحتملين في الصكوك، التحري عن هيئة الرقابة الشرعية لدى الجهة المُصدرة، ومعرفة مدة تمتعها بالقدرة والمعرفة والأمانة، إضافة إلى التحري على مدى كفاءة وفاعلية أنظمة الرقابة الداخلية والخارجية وكفاءة أساليب وإجراءات التدقيق الشرعي في الجهات المُصدرة.

**المخاطر الائتمانية والأخلاقية (المخاطر المتعلقة بالعميل):**

تتمثل المخاطر الائتمانية في عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية، وهي تعتمد بالدرجة الأولى على دراسة شخصية العميل من حيث قدرته و رغبته في السداد والالتزام بشروط التعاقد، كأن يتراخى أو يماطل ولا يوفي بالتزاماته المنصوص عليها في العقود التي تبنى عليها الصكوك، أو نكول العميل بتعهداته أو امتناعه أو عدم رغبته في استلام سلعة مصنعة أو سلعة مرابحة أو عدم سداد دفعات الإجارة وغيرها من المخاطر. وهذا النوع من المخاطر يصيب كافة الصكوك؛ ويرجع لكفاءة العميل، والسبيل لتخفيضها يكمن في قدرة جهة الإصدار على دراسة شخصية العميل؛ من حيث الرغبة والقدرة، وتجميع البيانات حول سمعته وجدارته الائتمانية؛ بشكل يقلل ويخفض من الانحرافات و المخاطر المتعلقة به.

**النتـــائج:**

يتضح من خلال تحليل المخاطر؛ أن صكوك الاستثمار القابلة للتداول تواجه كغيرها من الأوراق المالية عديد المخاطر، التي قد تحد من سيولتها وإمكانية توظيفها في إدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية، غير أنها تتميز أيضاً بما يعزز سيولتها ويعطيها جاذبية تتفوق من خلالها على أوراق مالية أخرى، من خلال ما تمثله من منافع وخدمات وأعيان؛ و وجود هيئة وأنظمة رقابة شرعية؛ و أجال استحقاق متفاوتة؛ و إصدارات متنوعة تغطي كافة المجالات؛ و إمكانية وجود كفيل أو رهونات أو وجود طرف ثالث كضامن، كما أن بعض صكوك الاستثمار تتمتع وفق صيغ العقود التي تمثلها بإمكانية استرجاع القيمة الاسمية والعوائد المترتبة عليها عند الاستحقاق، وبالتالي تنخفض فيها مخاطر الخسارة الرأسمالية فيها، كصكوك الإجارة المنتهية بالتمليك والمشاركة المتناقصة، أو تلك التي تنتهي وتطفأ بتسلم السلع التي تمثلها كصكوك الاستصناع والسلم على سبيل المثال.

عليه يمكن الإجابة على السؤال الأول للدراسة بعدم صلاحية صكوك الاستثمار لإدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية، وذلك فيما يتعلق بالصكوك طويلة الأجل التي لا يجوز تداولها أو تلك التي تخضع لأحكام التصرف في الديون. و صلاحية صكوك الاستثمار لإدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية، وذلك لكافة أنواع الصكوك التي يجوز تداولها، أو تلك التي لا يجوز تداولها و ذات آجال يمكن أن تكون أقل من سنة (قصيرة الأجل) كصكوك السلم وصكوك المرابحة، وخاصةً إذا توفرت فيها الشروط التالية:

- إلزام المُصدر من قبل السوق بالتعهد على صحة البيانات وكفايتها في نشرة الإصدار للصكوك، والإفصاح الكامل والشفافية المطلقة لكافة المعلومات الجوهرية التي لها علاقة بالإصدار.
- حاجات تمويلية حقيقية وتصنيف ائتماني مرتفع لمُصدر الصكوك، والتزامه بالمسئولية البيئية والمسئولية الاجتماعية وبعدم مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملات المشروع موضوع الإصدار.
- وجود طرف ثالث ضامن يتمتع بتصنيف ائتماني مرتفع في الإصدارات الخاصة، وطرف ثالث ضامن كالحكومة أو أحد الوزارات كالتخطيط أو المالية أو الاقتصاد على سبيل المثال، أو وجود ضمانة من المصرف المركزي في حالة الصكوك الحكومية.
- أن يتضمن عائد الصكوك علاوات المخاطرة المختلفة (عائد مجزي)؛ بحيث تتحقق فيه العلاقة التوازنية والتعويضية بين العائد والمخاطر؛ فعدم كفاية العوائد في تعويضها للمخاطر؛ يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للصكوك؛ ومن ثم تحقق الخسائر الرأسمالية لحملتها عند البيع لأغراض السيولة قبل موعد الاستحقاق.

- تمثيل الصكوك لأعيان ومنافع وخدمات عالية الجودة.

أما السؤال الثاني للدراسة فتتم الإجابة عليه بوجود صكوك استثمار قصيرة الأجل ذات معدل عائد خالي من المخاطر، وذلك فيما يتعلق بالصكوك قصيرة الأجل، كصكوك السلم قصيرة الأجل، وصكوك المرابحة قصيرة الأجل بشكل عام؛ وصكوك المرابحة الاستيرادية بشكل خاص، و التي تتوفر فيها الشروط التالية:

- أن يكون تقييم المستثمر (حامل الصك) يمتد لفترة واحدة، بأن يعلم في بداية الفترة بتأكد تام قيمتها في نهاية الفترة، وأن فترة الاستثمار المحددة من قبل المستثمر تنتهي في تاريخ الصك؛ لتفادي مخاطر معدل إعادة الاستثمار، بأن يكون الانحراف المعياري لعائد الصكوك مساوياً للصفر ولا وجود لخسائر رأسمالية.
- أن يكون عمر الصكوك أقل من سنة، و درجة التأكد بشأن التضخم مرتفعة؛ وعلاوة التضخم يتضمنها معدل العائد عليها. وأنها ذات دخل ثابت وتصدر عن مؤسسات مالية حكومية يصعب أن تفشل في سداد ما عليها من التزامات، وهي بذلك لا تنطوي على مخاطر عدم السداد.

أما بخصوص السؤال الثالث للدراسة ومن خلال التأسيس على إجابة السؤال الأول والثاني للدراسة، وباعتبار أن صكوك السلم قصيرة الأجل، وصكوك المرابحة قصيرة الأجل بشكل عام؛ وصكوك المرابحة الاستيرادية بشكل خاص، بعيدة عن احتمال بيعها بأقل من قيمتها الاسمية قبل استحقاقها بسبب عدم جواز تداولها، ويمكن إصدارها لأجال لا تتعدى سنة، وتحتوي على درجة تأكد مرتفعة بشأن التضخم وتضمينه بعلاوة التضخم في العائد، وتأكد عالي بشأن القيمة الاسمية والعائد عند الإطفاء، مع إمكانية إصدارها وهيكلتها من قبل المصرف المركزي أو وزارة المالية أو أية وزارة أخرى، أو من جهة تتمتع بالقدرة والجدارة الائتمانية والتصنيف الائتماني المرتفع ومضمونة من طرف ثالث متمثل في الحكومة أو إحدى الوزارات أو أحد الصناديق السيادية غير ذات علاقة بالمُصدر (من باب تحقق المصلحة العامة من الإصدار)؛ وبالتالي لا تنطوي على مخاطر عدم السداد، وبهذا تتوفر الشروط الواجبة لتكون صكوك الاستثمار ذات معدل عائد خالي من المخاطر.

وذلك كأن يقوم مصنع الحديد والصلب (المُصدر) بعد موافقة الحكومة بإصدار صكوك على أساس عقد السلم، وذلك لتمويل إنتاج معين ولأجال في حدود 3 أو 6 أو 9 أشهر. ودخول طرف ثالث كضامن متمثل في أحد البنوك التجارية أو أحد الصناديق السيادية أو الشركات الاستثمارية الحكومية.

أو أن يقوم المصرف المركزي أو وزارة المالية بتمويل عجز مالي مؤقت للدولة لاستيراد سلع للحكومة أو أحد الوزارات (تمويل بالعجز) وفق عقود مرابحة أو سلم أو إستصناع ولأجال قصيرة.

كما يمكن لشركة المطاحن والأعلاف أو صندوق موازنة الأسعار إصدار صكوك مرابحة استيرادية ذات أجال تتراوح من ثلاثة إلى تسعة أشهر وبضمان طرف ثالث كالمصرف المركزي أو وزارة التخطيط على سبيل المثال.

عليه يمكن تصميم وهيكلة صكوك استثمار قصيرة الأجل ذات عائد خالي من المخاطر تصلح لإدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية.

**التوصيات:**

1- وفقاً لأهمية إدارة السيولة في المدى القصير؛ باعتبارها أداة لتحقيق هدف الربحية في المدى الطويل، على المؤسسات المالية الإسلامية أن تأخذ بعين الاعتبار أهمية إدارة السيولة؛ لما لها من أثر على قيمة المؤسسة وقدرتها على المنافسة والاستمرار والنمو.

2- تتعرض الصكوك للمخاطر بشكل متفاوت، على حسب العقود التي بنيت عليها، الأمر الذي يفترض فيه أن لا يحد من إصدارها ومن ثم تداولها، فالاستثمارات المربحة تتعرض للمخاطر بعلاقة طردية، وما يجب أن يكون عند الاستثمار والتمويل بالصكوك هو تحقيق قيمة اقتصادية مضافة؛ تحقق التوازن بين مخاطر الصكوك وعوائدها.

3- ضرورة اهتمام المشرعين والمهتمين بقضايا المالية الإسلامية، بالعمل على تفعيل واستحداث أدوات مالية قصيرة ومتوسطة الأجل تتماشى مع الشريعة الإسلامية، وتسهم في الموائمة بين السيولة والربحية، وترفع من مستويات إدارة السيولة في منشآت الما ال والأعمال بشكل عام؛ والمؤسسات المالية الإسلامية بشكل خاص.

4- على مصرف ليبيا المركزي العمل على تأسيس مركز لإدارة السيولة يعمل على تلبية متطلبات السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية. كما أن الأمر يتطلب من مصرف ليبيا المركزي العمل على تبني إستراتيجية تعتمد على أدوات ومنتجات مالية قصيرة الأجل (إصدار الصكوك) تسهم في إدارة السيولة بكفاءة، بشكل يعزز من قدرة منشآت المال والأعمال التي تعمل بالصيغ والأدوات التي لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية؛ على المنافسة وتقديم خدمات محببة للمستهلكين وتلقى القبول الاجتماعي، بشكل ينعكس ايجابياً على كافة الأطرف.

5- العمل على تفعيل النموذج المالي المستند على سوق الأوراق المالية (سوق المال الليبي)، وتعزيز البنية الأساسية للخدمات المالية الإسلامية فيه، بحيث تتوفر أدوات وصيغ تلبي استثمار الفوائض المالية، وتفي بمتطلبات التمويل والاستثمار، بشكل يسهم في جذب الاستثمارات المتعلقة بكافة المجالات التجارية والصناعية والخدمية، الأمر الذي يعمل سوق الأوراق المالية من خلاله على تحقيق استقرار النظام المالي وتحسين إدارة الموارد المالية وتشجيع التنمية وتنويع القطاع الخاص وتوفير فرص العمل وتحقيق النمو الشامل.

## المراجــع:

**الكتب:**

1. أجين برجام (2010). الإدارة المالية، شعاع للنشر والعلوم.
2. هندي، منير إبراهيم، (1996)، الفكر الحديث في مجال الاستثمار. الإسكندرية: منشأة المعارف.
3. هندي، منير إبراهيم، (2002). إدارة الأسواق والمنشآت المالية. الإسكندرية: منشأة المعارف.
4. ويستون، فرد، و يوجين برجام،(1993). التمويل الإداري، الجزء الثاني. الرياض: دار المريخ.

**المجــــلات:**

5. الشريف، حمزة بن حسين (2010) أحكام ضمان الصكوك وعوائدها، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز بجدة ومجمع الفقه الإسلامي الدولي.
6. العمرني، السحيباني، (2013). التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية، حالة صكوك الإجارة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية.
7. الفيومي، نضال أحمد، و عزالدين الكور، (2008). كفاءة التكلفة والربح في البنوك التجارية الأردنية (طرق معلمية وغير معلمية)، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد (35)، العدد (1).
8. الفكي، أزهري الطيب (2012)، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية في السودان (دراسة حالة شركة السودان للخدمات المالية المحدودة للفترة 1998-2010) رسالة دكتوراه- جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
9. الكور، عزالدين مصطفى، (2008). تقدير عدم الكفاءة على مستوى التكلفة والربح، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية، طرابلس-ليبيا 29-30 /6 /2008.
10. الكور، عزالدين مصطفى، (2010) أثر السيولة على كفاءة التكلفة والأداء في البنوك، دراسة تطبيقية على المصارف الإسلامية الأردنية، (مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني طرابلس).
11. الكور، عزالدين مصطفى، و نضال الفيومي، (2007). أثر قوة السوق وهيكل الكفاءة على أداء البنوك التجارية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد (3)، العدد (3).
12. أمل، على إبراهيم، و فرغلي، أميرة عبد المعز، وإبراهيم، حميدة أحمد، ومحمد، دينا سمير، و أحمد، ياسمين محمد، (2018). الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي. دراسة صادرة عن المركز الديمقراطي العربي للدراسات الإستراتيجية الاقتصادية والسياسية.
13. بدر، أسامة محمد (2015)، الصكوك الإسلامية كأداة فعالة للتمويل، مجلة دراسات 16، (2).
14. علي محمد الموسى، علي محمد، و مادو غي سيلا، (2016). الصكوك الاستثمارية :مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية المجلد 13 العدد2.
15. ميرة، حامد بن حسن (2011)، ملكية حملة الصكوك وضماناتها، بحوث ندوة البركة الثانية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي.
16. ناصر، سليمان، و ربيعة بن زيد (2014)، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، الجزائر 5-6-2014.

17. Grassa, R., Miniaoui, H., 2017. Corporate Choice between Conventional bond and Sukuk issuance Evidence from GCC countries. Research in International Business and Finance.
18. Nagano,M., 2016.Sukuk issuance and information asymmetry: Why do firms issue sukuk? Pac. Basin Finance. J. 42 (2017) 142-157.

### القوانين واللوائح والمعايير والأدلة:

19. قانون رقم (4) لسنة 2016م بشأن الصكوك.
20. اللائحة التنفيذية للقانون رقم (4) لسنة 2016م بشأن الصكوك.
21. المعيار المصرفي رقم (10) المنظم للإجارة والإجارة المنتهية بالتمليك، الصادر بقرار رقم (2) لسنة 2016م عن الهيئة المركزية للرقابة الشرعية بمصرف ليبيا المركزي.
22. أدلة عمل منتجات المرابحة للأمر بالشراء (أفراد في السلع المحلية) (2013)، ومنتج المشاركة المتناقصة (2013)، ومنتج الاستصناع (2013)، ومنتج إجارة المنافع (2013)، ومنتج الإجارة المنتهية بالتمليك (2013)، ومنتج المرابحة الاستيرادية (2013)، ومنتج حساب الاستثمار المشترك المطلق (2013)، ودليل الإجراءات التنفيذية لعمليات المزارعة (2013)، ومنتج المضاربة المقيدة (2013)، ومنتج السلم (2014)، الصادرة عن اللجنة الاستشارية للصيرفة الإسلامية، اللجنة الفرعية لأدلة المنتجات المصرفية الإسلامية، مصرف ليبيا المركزي.



# المعضلات الاربع ودور الصكوك الإسلامية في حلها

## " بنك دبي الإسلامي أنموذجا"

د. سميرة مشراوي * - الجزائر
أستاذة محاضرة بكلية العلوم الاقتصادية
والتجارية وعلوم التسيير-جامعة الأغواط، الجزائر

**ملخص**

تمّ من خلال هذه الدراسة إبراز مساهمة الصكوك في حل المعضلات الأربع التي تواجهها المصارف الإسلامية في مسيرتها نحو تحقيق أهدافها، وتمّ التوصل إلى أنه من خلال الاستثمار في الصكوك بمختلف أنواعها وآجالها سيمكنها من توفير الأمان والثقة لدى المودعين بأن أموالهم في مأمن، ومن أهم عوامل الثقة هو توافر تلك الأدوات عالية السيولة والممثلة في الصكوك دون الحاجة الى الاحتفاظ بسيولة نقدية دائمة لمواجهة احتمالات السحب من ودائع العملاء، وفي المقابل أخذ أكبر قدر من السيولة وتوظيفها سيمكن المصارف الاسلامية من تمويل المشاريع التنموية ورفع الأرباح مما ينعكس على ايجابا على الملاك والمودعين، وأيضا على دفع نموها وتحقيق اهدافها التنموية.

**الكلمات المفتاحية:** صكوك، سيولة، أمان، ربحية، تنمية

**Abstract**:

This study aims to identify the contribution of Sukuk in solving the four dilemmas faced by Islamic banks in their march towards achieving their objectives. The availability of these highly liquid instruments represented in the Sukuk without the need to maintain a permanent cash to face the possibility of withdrawal from customer deposits, in return taking the maximum amount of liquidity and will enable Islamic banks to finance development projects and raise profits, which is reflected on Positively on the owners and depositors. And also to pay their growth and to achieve their development goals.

**Key words**: Sukuk, liquidity, Security, Profitability, development .

* عضو مخبر العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، فرقة البحث "إصلاح سوق التمويل في الجزائر". كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الأغواط/ الجزائر

**مقـــدمـــة:**

لكي تتمكن المصارف الإسلامية من جذب المزيد من الودائع خاصة الاستثمارية منها، والتي تشكل إضافة إلى رأس مالها موارد ثابتة وشبه دائمة تتمكن من خلالها من تمويل الاستثمارات المتوسطة وطويلة المدى وبالتالي المساهمة في تحقيق التنمية، فعليها أن تثبت أنها تحقق أرباحا من توظيف الودائع، وذلك يتطلب توظيف أكبر قدر منها وفي استثمارات طويلة ومتوسطة الأجل، لكن هذا التوظيف سيؤثر سلبا على السيولة ويرفع من المخاطر التي قد تؤدي إلى خسارة تلك الأموال، إذن على المصارف الاسلامية أن تأخذ بعين الاعتبار التعارض بين السيولة، الربحية والأمان، والتنمية إذ يشكّل التوفيق بينها تحديا بالنسبة لها.

فالسيولة كهدف تتطلب ضرورة احتفاظ المصرف بأكبر قدر من النقدية والأصول السائلة التي يمكن استخدامها في الوفاء بالتزاماته العاجلة عند طلبها حتى يؤمن نفسه من مخاطر ضعف السيولة، وهذا ما يأمله المودعون، لكن احتفاظ المصرف بقدر كبير من الأموال السائلة يفرض عليه توجيه موارده المالية إلى استثمارات تنطوي على حد أدنى من المخاطر وهو ما يترك أثرا عكسيا على الربحية وعلى التنمية، فالربحية تتطلب -كهدف- ضرورة قيام المصرف بتوظيف أكبر قدر من الأموال وعدم ترك أي منها عاطل دون استثمار وهي رغبة الملاك الذين يرغبون في تحقيق أقصى عائد، وهو ما قد يترك أثرا سلبيا في مستوى السيولة والربحية ودرجة الأمان والتنمية.

ذلك التعارض بين الأهداف الأربع السابقة مع بعضها البعض يطلق عليه مصطلح المعضلة الرباعية التي يجب على المصرف إحداث التوازن بينها حتى يتمكن من الحفاظ على المودعين وجذب آخرين جدد يتطلعون إلى وضع أموالهم في مأمن من خسارتها وشعورهم بالاطمئنان باسترجاعها متى أرادوا ذلك، وفي نفس الوقت تحقيق عوائد مجزية عليها، فكلما استطاعت تحقيق التوازن بين تلك العوامل فإنها تقدم صورة حسنة لمودعيها مما يساهم في الاحتفاظ بودائعها وجذب المزيد منها.

ومن أجل ذلك تسعى المصارف الاسلامية إلى إدارة أصولها (موجوداتها) وخصومها (مطلوباتها) من أجل تحقيق توازن أمثل بين الربحية واستيفاء السيولة والأمان وتحقيق التنمية، دون الوقوع في محظورات شرعية، ويتطلب ذلك إدارة الفجوة ما بين استحقاق الأصول والخصوم وهي مسألة صعبة مقارنة بالمصارف التقليدية لأن هذه الأخيرة تستطيع ان توظف أموالها بآجال تتناسب مع آجال استحقاقها من جهة، كما تستطيع - نظرا لاعتمادها على محفظة الأوراق المالية- أن تقوم ببيعها في السوق المالية.

وبناء على ذلك ستكون اشكالية الورقة البحثية كما يلي:

**"كيف ستساهم الصكوك في تحقيق المواءمة بين الربحية واستيفاء السيولة والأمان وتحقيق التنمية لدى المصارف الإسلامية؟" وكيف يمكن لبنك دبي الاسلامي الاستفادة من الصكوك في حل المعضلات الأربع؟**

**أهمية البحث**

يستمد البحث أهميته من أهمية العمل المصرفي الإسلامي في حد ذاته والأهداف التي أنشئت من اجلها المصارف الإسلامية، هذه الأخيرة التي انحازت عن مسارها بسبب عدة عراقيل، من بينها تلك المعضلات الأربع، اضافة الى كون الموضوع في حد ذاته قابلا للبحث والدراسة خاصة في ظل زيادة الاهتمام بالمصارف الإسلامية ومعاملاتها ومنتجاتها على إثر تداعيات الأزمة المالية العالمية التي ساهمت بشكل كبير في توجيه الأنظار أكثر نحو المعاملات والمنتجات المالية الإسلامية وما يمكن أن تقدّمه من مزايا، ومن بينها الصكوك الإسلامية التي بدأت المصارف الإسلامية وحتى بعض المصارف غير الإسلامية في الاستثمار فيها.

**أهداف البحث**

نهدف من خلال هذا البحث الى إبراز المميزات التي تقدمها الصكوك للمصارف الإسلامية التي تعاني من العديد من التحديات وخاصة التعارض بين الأهداف الأربع سابقة الذكر المتمثلة في السيولة والربحية والأمان والتنمية وتسعى جاهدة إلى إيجاد حلول للحد من ذلك التعارض.

**منهج البحث**

لبحث ودراسة الموضوع واختبار الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي قصد استيعاب الإطار التصوري وفهم وتحليل معالم الموضوع وتحديد أوجهه.

**حدود البحث**: تمّ التركيز أساسا على التعارض بين الأهداف الأربع، السيولة والربحية والأمان والتنمية الذي يسبب تحديا أمام المصارف الإسلامية للتوفيق بينها من أجل تطوير عملها، ولإظهار دور الصكوك في ذلك تم التركيز على واقع عمل بنك دبي إسلامي خلال الفترة التي اتجه فيها نحو الاستثمار في الصكوك وذلك ابتداء من سنة 2005 اذ قام خلالها بالاستثمار في الصكوك لأول مر، وقد تمّ اختيار الفترة من 2005-2012 حتى تشمل الاستثمار في الصكوك بجميع أنواعها، ما بين قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

**الدراسات السابقة**: هناك العديد من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الصكوك وأثرها على إحدى المعضلات الاربع، نذكر الأهم منها في ما يلي:

- **دراسة أسامة عبد الحليم جويرية** 2009*: هدفت الدراسة الى تبيان تأثير صكوك الاستثمار على تنمية الاقتصاد، وبيان أهمية الضوابط الشرعية في دور كل نوع من أنواعها في تحقيق التنمية بما يناسب مجال تطبيقه، وقد توصلت الدراسة إلى ان مرونة صكوك الاستثمار تمكنها من أن تكون حلا لكثير من المشاكل الشرعية والتقنية التي تعاني منها الدول في تنفيذها لبرامجها المالية وسياستها النقدية، حيث يمكن استخدامها في عمليات السوق المفتوحة وبديلا لسعر الخصم الذي يعتمد على الفائدة، كما يمكن لصكوك الاستثمار أن تكون بديلا عن سياسات الخوصصة التي تؤدي الى ضياع موارد الدولة.

- **دراسة Ali Said (2011)****: هدفت هذه الدراسة الى ابراز تأثير استخدام الصكوك من قبل المصارف الإسلامية على أداءها خلال الأزمة المالية للفترة من 2007-2009، وتم التركيز فيها على أربعة عشر مصرفا إسلاميا كانت الصكوك جزء من عملياتها، وتمّ الاعتماد على بعض النسب المالية لقياس قوة رأسمال المصارف، انتشارها، سيولتها وربحيتها، وكمرحلة ثانية من الدراسة تم استخدام تحليل الانحدار لقياس حساسية استخدام الصكوك في تلك المصارف الاسلامية على أدائها خلال الأزمة المالية، وأهم ما توصلت اليه الدراسة أظهرت نتائج الدراسة وجود نقاط ضعف في القوة، ونشر، والكفاءة، والربحية لهذه المصارف خلال الأزمة المالية خلال سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، كما أن الدراسة كشفت من خلال استخدام تحليل الانحدار أن الصكوك لم تؤثر على أداء المصارف الإسلامية، بالإضافة إلى ذلك، أظهرت الدراسة أن المصارف الإسلامية زادت من استخدام هذه الأداة المالية المتمثلة في الصكوك لتوفير السيولة وتحريك موارد المصارف.
- **دراسة براضية حكيم 2011*****: هدفت الدراسة الى ابراز دور الصكوك في حل مشكلة السيولة من خلال اعتبارها أصولا قابلة للتسييل بسرعة وبتكلفة قليلة، وفي نفس الوقت تشكل فرصا استثمارية ملائمة لتوظيف الفوائض النقدية، كما تشكل بدائلا مقبولة تمكن البنوك الاسلامية من الاستفادة من السيولة التي يمنحها البنك المركزي للبنوك عند الحاجة، في حين تتيح بدائل أيضا فيما يخص حسم الأوراق التجارية وعمليات السوق المفتوحة الأمر الذي يرفع الحرج عن المصارف الاسلامية ويمكنها من الاستفادة من التسهيلات الممنوحة في هذا المجال.

كما استخلص في دراسته أن للصكوك دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالية الإسلامية، هذه الأخيرة التي تعتبر فرصة هامة لتوظيف السيولة الفائضة إلى جانب الحصول وفي الوقت المناسب على ما تحتاجه البنوك الاسلامية من سيولة لسد العجز، كما يتيح لها المجال للتعامل في سوق النقد البيني الذي يعتبر أحد المعابر الأساسية للحصول على التمويل قصير الأجل لسد الاحتياجات من السيولة أو توظيف الفائض منها.

ومن خلال الورقة سيتم دراسة كيف ستتمكن المصارف الاسلامية من خلال اصدار الصكوك من تخفيض درجة التعارض مع الأهداف الأربع سابقة الذكر المتمثلة في السيولة والربحية والأمان والتنمية، لكن قبل ذلك ينبغي الإحاطة بمفاهيم أساسية حول الصكوك وذلك بعرض ماهيتها وخصائصها، ثم بيان آلية إصدارها كما يلي:

### 1. ماهية الصكوك، خصائصها وآلية إصدارها

سيتم التعرف على الصكوك بعد عرض بعض التعريفات المقدّمة لها سواء من بعض الهيئات أو من بعض الباحثين، تلك التعريفات التي أبرزت خصائص الصكوك التي تختص بها دون غيرها من الأوراق المالية الأخرى، كما سيتم عرض آلية إصدارها.



1.1 . **ماهية الصكوك**: لها عدّة تسميات فيطلق عليها "سندات المقارضة"، "سندات الاستثمار"، "السندات الإسلامية"، وجاءت عدّة تعريفات لها منها من هيئات رسمية ومنها من الباحثين، كما تميّزت بعدة خصائص نوجزها في ما يلي:

1.1.1. **تعريفات الهيئات الرسمية للصكوك**

- **تعريف مجلس هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية**: عرّف مجلس هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله" [i].
- **تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية**: عرّف مجلس الخدمات المالية الإسلامية الصكوك بأنها "شهادات يمثل كل صك منها حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلفة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين، ويشترط أن يكون المشروع أو النشاط متفقا مع أحكام الشريعة الإسلامية"[ii].
- **تعريف مجلس مجمع الفقه الإسلامي**: عرّف مجمع الفقه الإسلامي الصكوك بأنّها ":أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه"[iii].
- **تعريف المجلس الاستشاري الشرعي للجهة الرقابية الماليزية**: عرّفت الجهة الرقابية الماليزية الصكوك بأنّها أي من الأوراق المالية الصادرة بموجب مبادئ الشريعة الإسلامية والمفاهيم الموافق عليها من قبل المجلس الاستشاري الشرعي للجهة الرقابية"[iv].

2.1.1. **تعريفات الباحثين**

- **تعريف معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد**: عرّفا الصكوك بأنها "شهادات أو وثائق (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، حسب شروط معينة، عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، ويشترك حملتها في أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها وهي قابلة للتداول، ما لم تمثل نقدا أو دينا محضا، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية، وتفصل نشرة إصدارها حقوق والتزامات أطرافها"[v].
- **تعريف عبد الستار أبو غدة**: عرّف الصك بأنه حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، ويترتب على

ذلك جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة[vi].

- **تعريف سامي حسن حمود:** عرّف الصكوك بأنهّا: "الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النسب المعلنة على الشيوع، مع مراعاة التصفية التدريجية المنتظمة لرأس المال المكتتب به عن طريق تخصيص الحصة المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات جزئيا حتى السداد التام وهذه السندات تعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة أو القراض"[vii].

2.1. **خصائص الصكوك:** للصكوك عدة خصائص أهمها[viii]:

- أنها عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدُر باسم مالكها لإثبات حق مالكها على الشيوع في الموجودات الصادرة بموجبها؛
- قابليتها للتداول في إطار الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها؛
- لا تمثل دينا أو التزاما في ذمة مصدريها، بل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أعيانا أو منافعا أو خدمات أو خليط منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود .
- تشترك في استحقاق الربح بالنسبة المحددة ويمنع حصول حملتها على نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية أو على مبلغ مقطوع، وتلزم حملتها بتحمل الخسارة كاملة بقدر الحصة التي يمثلها الصك، إذ تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة؛
- تصدُر على أساس عقد شرعي وتأخذ احكامه، وبضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها؛
- يتحمل حملتها الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوطا في القيمة، أو مصروفات الصيانة، أو اشتراكات التأمين؛
- تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

3.1. **آلية إصدار الصكوك**

تنطوي عملية الإصدار على مجموعة من الخطوات والإجراءات تنظمها تعليمات منبثقة عن قوانين الصكوك وتنفذها أطراف متعددة تأخذ فيها الجهة الرقابية دورا أساسيا، تعمل جميعها لإصدار الصكوك بشكل ناجح، نوجزها في ما يلي:

1.3.1. **إعداد الدراسات السابقة لعملية الإصدار**

يتم إعداد مجموعة من الدراسات لمعرفة إمكانية إصدار الصكوك والجدوى من ذلك، وتتم هذه الدراسات من قبل المنشئ*، وغالبا ما يستعين بمكتب خبرة أو دراسات تتولى ذلك لقاء عمولة

وبهيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط الشرعية، ومن بين الدراسات نجد:

- **دراسة جدوى المشروع محل إصدار الصكوك**: يجب على طالب التمويل المنشئ أو ووكيله – وكيل الإصدار– أن يعد دراسة جدوى اقتصادية للمشروع، منتجاته وخدماته، الاعتبارات البيئية الداخلة في مجال أعمال المشروع، مخاطر الاستثمار في المشروع الذي يستثمر فيه التمويل المطلوب، والتي ستقدم لاحقا إلى أمين الاستثمار أو الجهة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك.
- **دراسة الجوانب الشرعية**: تتم من طرق هيئة رقابة شرعية التي ألزمت قوانين الصكوك بوجودها لدى المنشئ ، يعرض عليها مشروع عملية إصدار الصكوك لدراسته استنادا إلى الضوابط والمعايير الشرعية الصادرة عن المجالس والمجامع الفقهية خاصة مجمع الفقه الإسلامي الدولي وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

فدراسة الجوانب الشرعية وضبطها سيقلّل من المخالفات الشرعية أثناء التنفيذ التي تعتبر من مخاطر عمليات إصدار الصكوك قد تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان للعملية بالكامل إلى فساد بعض الشروط[ix].

- **دراسة الجوانب القانونية**: إذا وجد قانون يحكم العملية فهذا سيسهل القيام بعملية الإصدار، فما على المنشئ والأطراف الأخرى إلا الالتزام بالأحكام القانونية المنظمة للعملية، وتقوم هيئة الاشراف بالتأكد من ذلك، والاشكال يطرح في حالة عدم وجود قانون ينظم العملية، ففي هذه الحالة قد يتعذر الإصدار.

كما أنّ هناك مخاطر عدم امتثال القوانين التي تحكم المعاملات على الصكوك للشريعة، ففي حالة التعثر يخضع حملة الصكوك إلى القوانين الوضعية، فأحكام الشريعة تخضع لها الصكوك فقط للتحقق من امتثال هياكلها لها وقت صدورها[x].

ذلك التعارض بين الأنظمة والتشريعات السائدة وأحكام الشريعة الإسلامية سيؤدي إلى مخاطر قانونية يجب دراستها وقياسها بطريقة علمية دقيقة ومن ثم السعي لتغطيتها بالوسائل المناسبة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية*.

- **الدراسة التسويقية**: تهدف إلى تحديد مدى قدرة مصدر الصكوك أو الجهة الوكيلة بأجر على تسويق الصكوك المصدرة، وهو ما يرتبط بعوامل كثيرة منها نتائج تقييم وكالات التصنيف للصكوك، قوة المركز المالي للمتعهد بشراء الصكوك المصدرة التي لم يتم الاكتتاب فيها، توجهات المستثمرين في أسواق رأس المال المحلية والعالمية، ونوعية وطبيعة الأدوات الاستثمارية السائدة في تلك الأسواق، بالإضافة إلى دراسة المخاطر التسويقية وسبل إدارتها، ويتم فيها أيضا تحديد الضمانات الشرعية التي يمكن بها تعزيز الصكوك لأن عنصر الضمان يعتبر أحد أهم عوامل نجاح عملية تسويق وبيع الصكوك في أسواق رأس المال.

1.3.2. هيكلة الإصدار

بعد القيام بالدراسات السابقة وتحديد إمكانية القيام بالإصدار يتم الإعداد لتنفيذ العملية وفق الإجراءات التالية:

- **تأسيس الشركة ذات الغرض خاص (وكيل الإصدار)**: يتم تأسيسها من طرف المنشئ حسب ما تنص عليه القوانين في بلدها، بقرار من الجهة الرقابية التي تتولى مهام الإشراف والرقابة على الأسواق المالية في الدولة التي تأسس فيها المنشئ، وفي بعض الدول تنص قوانين الشركات على مثل هذا النوع من الشركات التي تسجل ولا مالك لها، وتنص أيضا قوانين الصكوك أيضا على هذه الشركة، ومختلف الأشكال التي سمحت تلك القوانين باتخاذها.
- **استصدار الموافقة من الجهة الرقابية***: يتقدم المنشئ بطلب إلى الجهة الرقابية للحصول على موافقتها موضحا به الإصدار وحجمه والدول التي سيتم فيها طرح الاكتتاب والضمانات المتعلقة بالإصدار إن وجدت.
- **تحديد الأطراف ذات العلاقة ومهام كل طرف**: ويقصد به تحديد جميع الأطراف ذات الصلة بعملية إصدار الصكوك، وتحديد حقوق ومسؤوليات كل طرف في إنجاز العملية.
- **تقدير تكاليف الإصدار**: إذ تعتبر خطوة رئيسية في هذه المرحلة، نظرا لأنها تمكّن جهة الإصدار من تحديد الاحتياجات الفنّية والإدارية والمالية اللازمة لإتمام عملية الإصدار، وتحديد حقوق جميع الأطراف ذات العلاقة وكيفية التعاقد معها وأساليب تنظيم العلاقة فيما بينها وبين الآخرين، وتضم تكاليف الاستشارات القانونية والفنية والإدارية والشرعية اللازمة قبل تنفيذ العملية وأثناءها، تكاليف استخراج الموافقات من الجهات الرقابية، أتعاب وكالات التصنيف بالإضافة إلى الخدمات المساندة التي يمكن الحصول عليها من تلك الوكالات لتأهيل المصدر للحصول على تصنيف ائتماني مرتفع مما سينعكس إيجابيا على قيمة الصكوك المصدرة، وأتعاب الأطراف المتدخلة في العملية[xii].
- **إعداد العقود اللازمة لإصدار الصكوك**: تتعدد العقود المترتّبة بين مختلف الأطراف، وتتمثل في:
  - **عقد الإصدار**: وهو الذي يحدّد علاقة التعاقد بين المنشئ والمكتتبين، وتترتب عليه جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك[xiii]؛
  - **عقد وكالة لإدارة الأصول**: يتم إبرام عقد مع مدير الأصول (الصكوك) توكل له مهام استثمار وإدارة الأصول محلّ الإصدار، بتعيين من المنشئ أو مدير الإصدار، وفقا لما تحدّده نشرة الإصدار؛
  - **عقد انتفاع بالأصول**: يتم إبرام عقد حق الانتفاع بالأصول المملوكة للدولة ملكية خاصة وإصدار الصكوك في مقابل حق الانتفاع بالأصول المملوكة للدولة ملكية خاصة؛



- **عقد الضمان الشرعي**: تحدّد فيه الضمانات الشرعية التي تعزز عملية الإصدار، يبرم بين وكيل الإصدار والجهة الضامنة ويكون عقد تبرع.
- **عقد إعادة ملكية الأصول محل الإصدار إلى المالك الأول (المصدر) أو إلى طرف ثالث**: عند إطفاء الصكوك يتم إعادة ملكيتها سواء إلى المنشئ وفق ضوابط معينة أو الى طرف آخر، ويشار إلى ذلك في نشرة الإصدار.

وقد أكّد مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي على أنه: "يجب أن تحقق العقود الخاصة بإصدار الصكوك مقتضاها من حيث ثبوت الملكية شرعا وقانونا، وما يترتب عليها من القدرة على التصرف وتحمل الضمان، كما يجب خلو العقود من الحيل والصورية، والتأكد من سلامة ما تؤول إليه من الناحية الشرعية"[xiv].

**3.3.1. مرحلة إصدار الصكوك**

تنطوي عملية الإصدار على مجموعة من الإجراءات تنظمها تعليمات منبثقة عن قوانين الصكوك وتنفذها أطراف متعددة تأخذ فيها الجهة الرقابية دورا أساسيا، تعمل جميعها لإصدار الصكوك بشكل ناجح، وتتمثل تلك الإجراءات في تقديم طلب تسجيل وإصدار إلى الجهة الرقابية وإعداد نشرة إصدار، وبعد الموافقة عليها تتم عملية الإصدار والتسجيل والاكتتاب، والتي سيتم عرضها من خلال الآتي[xv]:

- **تقديم طلب تسجيل وإصدار الصكوك**: تقدم الجهة المصدرة-المنشئ- طلبا لتسجيل وإصدار الصكوك إلى الجهة الرقابية وفقا للنموذج المعّد لذلك من طرفها، مرفقا بالمعلومات والبيانات والمستندات المؤيدة له.
- **اعتماد نشرة الإصدار**: من بين المستندات المرفقة بطلب تسجيل وإصدار الصكوك مسودة نشرة الاصدار، والتي يعدها مدير الاصدار المرخص له بذلك من الجهة الرقابية لغرض إطلاع المستثمرين، تقدم ضمن المستندات المرفقة مع طلب التسجيل والاصدار ليتم اجراء المناقشات والاستقصاءات التي تراها الجهة الرقابية مناسبة لاعتماد النشرة من طرفها اذا تضمنت جميع المعلومات المطلوبة واستوفت شروط إعدادها، وهي تمثِّل حسب المعيار الشرعي لصكوك الاستثمار "الدعوة التي يوجهها المصدر إلى المستثمرين، ويمثل الاكتتاب في الإصدار الإيجاب أمّا القبول فهو موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب (عرض من مصدر الصك) فتكون حينئذ إيجابا ويكون الاكتتاب قبولا"[xvi].
- **اعتماد نشرة الإصدار أو رفضها**: يتم اعتماد نشرة الاصدار بعد أن تتم الموافقة الكتابية عليها من قبل الجهة الرقابية اذا ثبت بأن المعلومات الواردة فيها كاملة ومستوفية للشروط المنصوص عليها، وذلك بعد مرور مدة عمل يحددها مجلس الجهة الرقابية الفترة، تبدأ من تاريخ تقديمها مكتملة إلى الجهة الرقابية، أي التاريخ الذي تكتمل فيه جميع البيانات والمعلومات والمرفقات المحددة بالإضافة

إلى المدة التي تتطلبها إجازة النشرة من هيئة الرقابة الشرعية المركزية، كما يمكن أن يقرر المجلس وخلال هذه المدة نفاذ نشرة الإصدار أو رفضها.

- **عرض الصكوك**: بعد الموافقة على نشرة الصكوك وجعلها نافذة المفعول تقوم الجهة الرقابية بإصدار الموافقة على الإصدار، كما تقوم الجهة المصدرة بالتأشير في سجلها التجاري بالإصدار، ثم يتم عرض الصكوك وذلك وفق إعلان توافق الجهة الرقابية على صيغته وعلى البيانات والمعلومات التي يتضمنها، تعلن فيه الجهة المصدرة عن تسجيل صكوك عددها (.....)، المجازة من هيئة الرقابة الشرعية رقم (.........) والمتخذة في جلستها المؤرخة في (.../ .../ ...) والموافق عليها من مجلس الجهة الرقابية بقراره رقم (.../ ...) المتخذ في جلسته المنعقدة بتاريخ(.../ .../ ...)،. كما تبرز فيه اسم الجهة المصدرة، الصكوك المعروضة :نوعها، مبلغ العرض، وسعر الصك، ومعدل العائد المتوقع، خلاصة عن الشروط المتعلقة بالعرض، الضمانات والجهة الضامنة إن وجدت، مكان الاكتتاب ومدته، الغاية من الإصدار وكيفية استغلال حصيلته[xvii].
- **نشر الاعلان**: قبل البدء في عملية الاكتتاب يجب أن يتم نشر الإعلان سابق الذكر، فحسب القواعد الموحدة لإصدار الصكوك بدول مجلس التعاون مثلا، يتم النشر في صحيفتين يوميتين محليتين مرتين على الأقل، وذلك قبل مدة لا تقل عن خمسة أيام على الأقل من التاريخ المحدد لبدء الاكتتاب[xviii].
- **الاكتتاب في الصكوك**: يعيّن مدير الإصدار بالتشاور مع المنشئ جهات لتلقي الاكتتاب ممثلة في البنوك، والدخول معها في اتفاقيات تحدد واجباتها ومسؤولياتها حسب المتطلبات الصادرة من الجهة الرقابية، ويتم طرح الصكوك للاكتتاب فيها بعد نشر إعلان عرضها، وتتطلب عملية الاكتتاب إدارة عمليات ترويج للصكوك المصدرة وجلب المستثمرين وما يتصل بذلك من نشر في وسائل الإعلام.

## 2. إشكالية التعارض بين السيولة والربحية والأمان والتنمية- المعضلات الأربع-

من بين تحدّيات تطور العمل المصرفي الإسلامي هو تحقيق المعادلة التالية تحقيق أكبر عائد من الأموال المتاحة للتوظيف، ولا يتأتى ذلك إلا من خلال توظيف أكبر قدر من الأموال، وفي توظيفات طويلة الأجل، مما سينعكس على التنمية لكن ينبغي عليها في نفس الوقت المحافظة على درجة سيولة مناسبة من أجل مواجهة حركات السحب، ووضع أموال المودعين في مأمن من خسارتهم لها وشعورهم بالاطمئنان باسترجاعها متى أرادوا ذلك، وفي نفس الوقت تحقيق عوائد مجزية عليها لكن هذا -كما ذكرنا سابقا- يعد معضلة بالنسبة للمصارف الإسلامية التي إن دخلت في توظيفات طويلة الأجل قد تتعرض إلى أزمات حادة في السيولة وارتفاع في المخاطر مما ينعكس على درجة الامان لدى أصحاب الودائع الاستثمارية.

### 3. مساهمة الصكوك في تحقيق المواءمة بين السيولة والربحية

إنّ العمل على تحقيق المواءمة بين السيولة والربحية يتطلب أن تكون هناك إدارة فعّالة للسيولة، أي الملائمة بين تحصيل السيولة بأقصر وقت وأفضل سعر وبين استثارها وتوظيفها بصورة مجدية[xix]، وتتطلب الادارة الفعالة لها التعرف على مواطن التعارض بين السيولة والربحية[xx]،ويتضح من خلال هذا الوصف أنّ هناك حالتين أمام إدارة المصرف عليها أن لا تقع فيهما، فائض السيولة وعجز السيولة فعليها أن تحدث توازنا في ذلك، فلا فائض السيولة يناسبها ولا الاحتياج أيضا، ومن خلال الآتي يتم عرض كيف يمكن أن تحدث هاتين الحالتين في المصارف الإسلامية وكيف يمكن لها من خلال الصكوك أن تدير سيولتها وتحقق المواءمة بينها وبين الربحية.

3 .1 . **تحقيق المواءمة بين تواريخ الاستحقاق وتواريخ الإيداع**: يحدث فائض أو عجز في السيولة إذا حدث هناك تباين في تواريخ استحقاق الموجودات والمطلوبات، ويتطلب ذلك من المصارف الاسلامية المواءمة بين تواريخ استحقاق التمويلات الممنوحة والتدفقات النقدية المترتّبة عنها وعن الأموال المستثمرة، وما بين تواريخ الإيداع لديها حتى لا يكون هناك تباين بين موجودات ومطلوبات المصارف الاسلامية، والذي يعتبر من المخاطر التي تواجهها مع فقدان بعض البدائل الملائمة للتخفيف منها[xxi]، وهذا المشكل لا يطرح بالنسبة للمصارف التقليدية ففترات الإقراض تفوق فترات الإيداع لديها، أما بالنسبة للمصارف الإسلامية فهناك بعض الصيغ كالمضاربة والمشاركة يصعب تحديد انتظام تدفقاتها النقدية، على عكس المرابحة للآمر بالشراء التي يمكن تحديد انتظام تدفقاتها النقدية[xxii].

ويتم في المصارف الاسلامية تطبيق قاعدة تناسب الآجال كمدخل لإدارة السيولة، اذ تتمثل الأداة الرئيسية لقياس ومراقبة مخاطر السيولة فيه في نسبة صافي الموجودات السائلة المعبر عنها بإجمالي الموجودات بحسب تواريخ استحقاقها الى اجمالي المطلوبات بحسب تواريخ استحقاقها، ويراقب المصرف الاسلامي السيولة من خلال تحليل تواريخ الاستحقاق للموجودات والمطلوبات وفقا للفترة المتوقع أن يتم فيها تحصيلها أو تسديدها، عبر فترات زمنية متعاقبة (أقل من شهر، من شهر الى ثلاث أشهر، من ثلاث أشهر الى سنة، من سنة الى خمس سنوات، ولأكثر من خمس سنوات) من أجل تحقيق درجة مناسبة من التوافق فيما بينها والتمكن من ادارة سيولته بشكل جيد.

واذا ما وقع نقص في المواءمة بين تواريخ الاستحقاق (التحصيل والتسديد) على المدى القصير، فيتوقع بناء على ذلك حدوث فجوات في السيولة على المدى القصير اذا لم يتوفر لدى المصرف الاسلامي أدوات عالية السيولة، وبهذا الشأن فإلى جانب ضرورة التزامه بخطوط ائتمان ليستطيع الدخول إليها للوفاء باحتياجاته من السيولة، واحتفاظه بودائع إلزامية لدى المصارف المركزية ينغي

أن يحتفظ المصرف الاسلامي أيضا بمحفظة موجودات عالية التداول ومتنوعة يمكن تسييلها في حالة التقلبات غير المتوقعة للتدفق النقدي متمثلة في الصكوك.

3.2. **تخطيط التدفقات النقدية**: ويتم ذلك من خلال العمل على تصنيفها وتحليلها وتحقيق درجة مناسبة من التوافق فيما بينها، وهو أمر مهم في عملية إدارة السيولة بشكل جيد، فالصكوك تمكّن المصارف الإسلامية من الحصول على تمويل متوسط أو طويل الأجل، تواجه به مختلف المتطلبات سابقة الذكر وتدعم به نشاطها من أجل النمو والاستمرار، كما يمكّنها من تحديد التدفقات النقدية بدقّة لأنه يتضمن ضمن مراحل تطبيقه تحديد العوائد المتوقعة من الاستثمارات والتخطيط المسبق لها، مما يساعد على المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها، كما يتيح أنواعا من الصكوك الاسلامية التي يمكن من خلالها تلبية احتياجات السيولة أو توظيف فوائضها إذا أثبت تحليل التدفقات النقدية أنه ستحدث فجوات في السيولة أو فائضا فيها.

كما ستتمكن المصارف الاسلامية من تحقيق المواءمة بين السيولة والربحية، فيمكن للمصارف الاسلامية أن تتوجه نحو المشروعات الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل وتسييلها من خلال إصدار صكوك مقابلها في أي وقت.

**3.3. مساهمة الصكوك في تحقيق الأمان لأصحاب الودائع**

إنّ نقص الوعي المصرفي وعدم قبول فكرة أن حسابات الاستثمار يمكن أن تحقق خسارة يجعل المصارف الاسلامية دائمة الحذر من الوقوع في هذا الإشكال وذلك بالتوجه نحو الاستثمارات ذات السيولة العالية لكي تكون مستعدة دائما لرد أموال المودعين بسرعة وبمجرد مطالبتهم بها، مما يجعلها تبتعد عن المشاركات والمضاربات والاستثمارات المباشرة في العقار وخلافه، وبالتالي تتوجه نحو صيغ البيوع (الديون) التي تتميز بعوائدها الثابتة ولا تتأثر معدلات العائد فيها بتقلبات الأسواق وتغيرات الاقتصاد مثلما هو الحال في الاستثمارات السابقة[xxiii]. لكن أيضا تلك الوسائل الاستثمارية قصيرة الأجل مثل المرابحة والبيع المؤجل تشكل عائقا في المواءمة بين السيولة والربحية لعدم مرونتها كوسائل الاستثمار لأنها تتحول إلى ديون في ذمة المتعامل اتجاه المصرف الإسلامي وبالتالي لا يمكن تحويلها إلى أدوات مالية يمكن التفاوض بشأنها[xxiv].

وبناء عليه يمكن أن تطرح الصكوك حلا لذلك فإذا فضّل أصحاب الودائع الاستثمارية التوجه نحو استثمار أموالهم في الصكوك التي يصدرها المصرف الإسلامي فإنهم بناء على دراسة الجدوى التي يُطلب إعدادها سيكونون على دراية تامة بالاستثمار واحتمالات الربح أو الخسارة، كما أنهّم اذا استثمروا في محفظة متنوعة من الصكوك فلن تتعرض جميع اموالهم للخسارة وهذا ما يجعلهم يطمئنون عليها، كما يشكّل التمويل بالصكوك بالنسبة للمصرف مصدرا تمويليا متوسطا أو طويل الأجل، ولن يكون عرضة للسحب لأنّ حملة الصكوك لن يستطيعوا مطالبة المصرف بذلك متى أرادوا، لأن التمويل المتحصل عليه من إصدار الصكوك يسترد عند تاريخ استحقاق الصكوك أي

عند إطفائها، ويمكن للمصرف عن طريق وكيل الإصدار أن يعيد شراء بعضا من تلك الصكوك في مواعيد دورية معينة.

لكن ذلك بطبيعة الحال سيؤثر على حجم الودائع الاستثمارية يمكن تعويضه بالتمويل الذي سيحصل عليه المصرف من الصكوك.

### 4. التعارض بين الأمان والتنمية

ترتفع درجة المخاطرة لدى أصحاب الودائع الاستثمارية في الحسابات المشتركة كالمضاربة والمشاركة التي تشكل صيغا تنموية، ولذلك كان من الضروري الاحتفاظ برؤوس أموال كافية لطمأنة الأفراد والمستثمرين على قدرة المصارف على مواجهة الظروف الصعبة، وعدم تعريض أموالهم للخسارة وفي نفس الوقت استثمارها بشكل آمن وهادف مما يكسب المصارف الاسلامية ثقة الأفراد والمستثمرين فيها وفي التعامل معها، ويمكنها من البقاء والنجاح*، وهذا من قبيل حماية رأس المال ووقايته من الخسران وليس ضمانه.

وبناء على ذلك كلما كان رأس المال المصرف كبيرا كلما زادت فرصة كفايته لتغطية الخسائر المحتملة وانخفضت مخاطر التهام تلك الخسائر لنسبة من أموال أصحاب الودائع، فهو الدرع الواقي لهم ضد التعرض للمخاطر التي يواجهونها، وبالتالي يشكل لهم مصدرا للأمان، فكيف تساهم الصكوك في دعم رأس المال وبالتالي الاحتفاظ برؤوس أموال كافية من جهة واستثمارها بشكل آمن وهادف في مشاريع تنموية من جهة أخرى؟ ذلك ما سوف يتم مناقشته في الآتي.

#### 1.4 . مساهمة الصكوك في دعم رأس المال-الدرع الواقي للمودعين-

تستخدم نسبة كفاية رأس المال التي وضعتها لجنة بازل* للحكم على مدى كفاية رأس المال ومتانته وبالتالي مدى كفاءته في مواجهة المخاطر المحتملة التي قد تتعرض لها موجودات المصرف، وتعتمد على نسبة رأس المال إلى الأصول حسب درجة خطورتها وبطريقة مرجّحة،

وعلى إثر الأزمة المالية العالمية 2007 - 2009 باشرت لجنة بازل حزمة من الاصلاحات** استهدفت تحسين القواعد الرأسمالية للمصارف كما ونوعا، اذ أنّ تبني المعايير المقترحة سوف يتطلب من المصارف الاحتفاظ بنسب عالية من رأس المال وكذلك برأسمال ذي نوعية جيدة، مما يجعلها أكثر قدرة على مواجهة أية أزمات جديدة، كما تساعدها على إيجاد المخرج بالاعتماد على نفسها دون الحاجة لتدخل البنوك المركزية أو الحكومات في حالة تعرضها لخسائر غير متوقعة، وتضمن مزيدا من الحماية والتحصين لأموال المودعين والمساهمين، فكلما التزمت المصارف والمؤسسات المالية بالمعايير الرقابية المتمثلة أساسا في بازل III فسينعكس ذلك على قوتها مما يترتّب عليه مزيدا من الثقة من متعامليها.

وسعيا نحو تنفيذ قواعد رأس المال الجديدة يجب على المصارف الإسلامية أن تتخذ خطوات تجاه تدعيم قاعدة رأسمالها للتوافق مع المعايير بازل III وفقا لظروف كل منها، وبعد دراستها لمتطلبات رأس المال قد تقدم على زيادة رأسمالها سواء من خلال المساهمين وبالتالي يترتب نموا لحقوقهم مما يشكل عبئا على المصرف أو من خلال اصدار صكوك تمكنها من دعم الشريحة الأولى لرأس المال والتي تحتسب ضمن احتياطات الشق الأول من رأس المال أو الأدوات الأخرى في الشق الثاني لقاعدتها الرأسمالية، وبالتالي يرتفع رأسمالها التزاما بمعايير بازل 3.

وعليه شرعت العديد من المصارف الإسلامية مع بداية 2014 في اجراءات تمثلت في رفع رؤوس أموالها عن طريق اصدار الصكوك التزاما بمعايير بازل III، فقد أحدثت بازل III اتجاها جديدا في سوق الصكوك مع ولادة ما يسمى بـ "الصكوك المتوافقة مع بازل III "، وهي الصكوك التي يكون الهدف من إصدارها هو دعم قاعدة رأس المال من خلال احتساب هذه الأوراق المالية ضمن احتياطات الشق الأول من رأس المال أو الأدوات الأخرى في الشق الثاني لقاعدتها الرأسمالية، فكانت هناك تسعة إصدارات لهذه الصكوك منذ تنفيذ اتفاقية بازل III الأولية التي انطلقت في يناير 2013 مع إجمالي صفقات بلغت قيمتها حوالي 4,93 مليار دولار، وفقا لتقرير سنة 2014 [xxvi].

**2.4 . مساهمة الصكوك في إزالة التعارض بين الامان وتحقيق الاستثمارات التنموية**

من بين الأسباب التي جعلت غالبية المصارف الإسلامية تحجم عن صيغ التمويل والاستثمار متوسطة وطويلة الأجل التي تحقق الهدف التنموي للمصارف الإسلامية هو التحرز من تعريض أموال المصرف للضياع بسبب قلّة خبرة المضاربين والمشاركين المتعاملين معها في الأعمال والأنشطة الاستثمارية، كما أن قوة الضمانات في مثل هذه الصيغ تكمن في الثقة بالعميل، وهو ما لا يمكن الاستيثاق منه بسهولة، مما أدى إلى زيادة الاعتماد على صيغ البيوع كالمرابحة على حساب صيغ التمويل والاستثمار متوسطة وطويلة الأجل، فهي مضطرة إلى ذلك لتخطيط التدفقات النقدية الواردة والصادرة، ووضوح استحقاق تدفقات المرابحة والأهم من ذلك أنّ المصارف الاسلامية مضطرة إلى الحصول على عوائد ترضي المودعين والمساهمين، واذا تمّ استثمار الأموال في مشاريع طويلة الاجل فلن يصبر عليها الطرفان[xxvii].

وبهذا الخصوص، فإنّ الاستثمار في مشاريع يطرح تمويلها من خلال إصدار الصكوك سيمكّن المصارف من الاطمئنان على أموالها لأنها تدار من قبل الجهات المصدرة للصكوك التي يطلب منها قبل إصدار الصكوك لتمويل مشروع معين تقديم العديد من الشروط كما تطرقنا إليه سابقا، وتوفر الخبرة أيضا في الأعمال والأنشطة الاستثمارية.

إضافة لذلك، فمن أجل تحقيق الدور الاقتصادي المأمول من المصارف الإسلامية ينبغي عليها الاستثمار في القطاعات التنموية، ومن أهم القطاعات التي لها أهمية بالغة في تحقيق التنمية نجد قطاعي الصناعة والزراعة، لكن الاستثمار فيهما يتطلب استثمارات كبيرة الحجم وطويلة الأجل

ويكون العائد المنتظر منها ليس سريعا كما ترتفع فيها المخاطرة، مما يجعل المصارف الإسلامية تعزف عن ذلك، وتميل نحو قطاعة التجارة الذي تتميّز استثماراته بقصر أجلها وانخفاض المخاطرة فيها وسرعة تحقيق العائد عليها، وسرعة دوران رأس المال وهذا سيجعل الأولية في استثمارات المصارف الإسلامية لاعتبارات مالية وليست لاعتبارات اقتصادية[xxviii].

وقد اقترح سابقا حسن يوسف داود الخبير الاقتصادي ضمن استراتيجيته المقترحة للتمويل الزراعي بالمصرف الاسلامي أنه يجب على المصارف الاسلامية أن تستثمر جزء من أموالها في استثمارات يمكن تسييلها بسهولة عند الضرورة، مثل شراء أسهم في شركات زراعية ومصانع المنتجات الغائية ووضعها في محفظة للأوراق المالية يكون الهدف منها المشاركة في مشروعات استثمارية متوافقة مع الشريعة، كما يمكن أن تتعاون المصارف الاسلامية في ذلك وحتى يمكن استخدام جزء من الموارد قصيرة الاجل في مشروعات تنموية طويلة الاجل[xxix]. ويمكن للصكوك بما تمتلكه من تلك الخصائص التي ذكرها أن تقوم بهذا الدور ويساهم المصرف الاسلامي من خلالها في التمويل الزراعي الذي يعتبر من أهم جوانب التنمية الاقتصادية.

وستساهم أيضا الأنواع المختلفة من الصكوك التي يمكن إصدارها في تمويل المشاريع الاستثمارية التنموية، وفي استقطاب الموارد المالية لمصدر الصكوك اللازمة لكافة أنشطته دون قيود على هذا الاستخدام (تطوير مشاريع قائمة عن طريق الإحلال والتجديد، زيادة خطوط الإنتاج، تمويل مشاريع جديدة، توفير رأس المال العامل لهذه المشاريع، ...)[xxx].

**3.4 .مساهمة الصكوك في إزالة التعارض ين الأمان وتمويل مشاريع البنية التحتية**

تحجم المصارف أيضا عن تمويل مشاريع البينة التحتية لعدة اعتبارات منها متطلبات رأس المال الصارمة والتغييرات التشريعية والإجرائية التي جعلتها تعزف عن تمويل ذلك النوع من المشاريع، مما جعل الأسواق الرأسمالية تتولى ذلك، لكن الأمر سيتطلب أن تشارك مؤسسات الوساطة المالية في جهود تسويق كبيرة بغرض زيادة رغبة مستثمري الأسواق الرأسمالية في مشاريع البنية التحتية لأنها تعد فئة جديدة تماما وغير مألوفة من فئات الأصول لمعظم مستثمري الأسواق الرأسمالية[xxxi].

ويمكن للتصكيك أن يساهم في ذلك، لأنّ تمويل تلك المشاريع يتطلب رؤوس أموال ضخمة جدا، الأمر الذي يتطلب إشراك عدد من المصارف وأصحاب الفوائض المالية لتمويلها، ومن خلال إصدار الصكوك لتمويلها سيتم تقسيم رؤوس الأموال على عدد من المصارف مما يخفف عليها ويعزز قدرتها على تمويل تلك المشاريع.

**4.4 . مساهمة الصكوك في تحقيق الامان للمستثمرين المستدامين بيئيا**

يتطلع المستثمرين المستدامين بيئيا الى استثمارات تخصص لتمويل غرض معيّن ومفيد للبيئة، وأصبحت المصارف حاليا تتجه نحو إصدار نوع جديد من الصكوك تسمى الصكوك الخضراء التي ظهرت فكرتها للمرة الأولى في فرنسا عام 2012، ومنذ ذلك الحين جذبت الكثير من الانتباه، وتحمل

الصكوك اسمها من طبيعتها الخاصة، إذ أنها متوافقة مع الشريعة من جهة، وتصدر لأجل أهداف مرتبطة بحماية البيئة من جهة ثانية.

إنّ استخدامها يساعد "حسب وكالة RAM الماليزية "على جمع رأس المال الضروري من أجل التنمية المستدامة، مضيفة أن تلك الصكوك ستلعب دورا كبيرا في تمويل الاقتصاديات المعتمدة على الطاقة المتجددة أو التي تلتزم بخفض نسب انبعاث الكربون، وسبق للبنك الإسلامي للتنمية أن ساهم بمبالغ كبيرة في قطاعات الطاقة النظيفة، وصلت إلى مليار دولار، في بلدان على رأسها المغرب وباكستان ومصر وتونس وسوريا، أما ماليزيا فشهدت لأول مرة إصدارا مماثلا مطلع عام 2013، ضمن حزمة واسعة من "الصكوك" الإسلامية بلغت 1.5 مليار دولار[xxxii]، والصكوك الخضراء التي أصدرها صندوق الثروة السيادية الماليزي "خزانة ناشيونال"، نوفمبر 2015 بموجب مبادئ إرشادية حول الاستثمار المسؤول اجتماعيا الصادرة في اوت سنة 2014[xxxiii].

وتعود فكرة طرح أوراق مالية في الأسواق لتمويل مشاريع تراعي البيئة إلى البنك الدولي الذي أصدر سنة 2008 نوعا من السندات يسمى "سندات البنك الدولي الخضراء" تخصص عائداتها لدعم بعض المشاريع التي تلبي معايير محددة سلفا للتنمية منخفضة الكربون فقط، بدلا من تمويل جميع الأنشطة التابعة للبنك الدولي، هذه السندات التي جذبت اليها المستثمرين المستدامين بيئيا، وأصبح ذلك الهيكل نموذجا لمصدرين آخرين، فإذا تمّ إصدار الصكوك الخضراء فإنها ستجذب هؤلاء المستثمرين اليها لأنّها تضمن لهم استثمارات تخصص لتمويل غرض معيّن ومفيد للبيئة والسندات لا تضمن لهم استثمار أموالهم لغرض معين، وهذا سيساهم من جهة أخرى في التوسع في سوق الصكوك، وبالتالي في تمويل البنية التحتية المستدامة[xxxiv].

**5.4. مساهمة الصكوك في ازالة التعارض بين الامان وتمويل المشاريع الخطرة**

تحجم المصارف الإسلامية عن تمويل المشاريع الخطرة بسبب ارتفاع عنصر المخاطرة فيها رغم أنّ آفاق نموها المحتملة كبيرة، وتساهم في زيادة معدل النمو الاقتصادي، وبما أنّ رؤوس الأموال في المصارف الاسلامية هي رؤوس أموال تتحمل المخاطرة، فعليها أن تتوجه نحو تمويل تلك المشاريع من أجل المساهمة في تحقيق الهدف التنموي الاقتصادي والاجتماعي لأنها تمكن من توظيف القدرات الكامنة لدى الذين لا يملكون رؤوس الأموال وتسخير قدراتهم والمساهمة في المشاريع الصغيرة للإنتاج والتشغيل وتوزيع الدخل مما يترتب عليه اجتثاث الفقر وتوليد فرص أكبر للعمالة وتخفيف التفاوت في توزيع الثروة والدخل[xxxv].

ويرى أحد الباحثين أنّه إذا زاد اعتماد المصارف الإسلامية على صيغ المضاربات والمشاركات مع الاستفادة من خبرة رأس المال المخاطر في الدول المتقدمة الذي ساهم في زيادة معدل النمو الاقتصادي بسبب سده للفجوات التمويلية بتمويله للمشاريع الصغيرة وكذا الخطيرة والمراحل الخطيرة التي تعزف البنوك التقليدية عن تمويلها، سيشكل أحد البدائل القوية لتطبيق الفكر المصرفي

الإسلامي السليم وإظهار الأبعاد العقائدية والاقتصادية والاجتماعية للمصارف الإسلامية بإقامة مشاريع استثمارية وزيادة فرص العمل وتوزيع الثروة بعدالة بين أفراد المجتمع الواحد وبين المجتمعات الإسلامية[xxxvi].

ويمكن زيادة توجه المصارف الإسلامية نحو تمويل المشاريع الخطرة من خلال إصدار صكوك لتمويلها، لكن قد تواجه بإعراض المستثمرين عن الاكتتاب فيها نظرا لخطورتها المرتفعة، وفي هذه الحالة يمكن إنشاء سوق خاصة بمبادلة صكوك المشاريع الخطرة على غرار ما حدث لمؤسسات رأس المال المخاطر الأجنبية، إذ طالب كثير من الماليين بإنشاء سوق خاصة لمبادلة حصص المشاريع الناشئة وقد أنشئ فعلا سوق صغيرة لتداول الأسهم الموازية فيما بين مؤسسات رأس المال المخاطر في فرنسا مثلا وقد اعترفت الحكومة به رسميا وأخضعته لإشراف لجنة عمليات البورصة[xxxvii] .

## 5. تحليل التعارض بين السيولة والربحية والأمان والتنمية في بنك دبي الاسلامي ومساهمة الصكوك في الحد منه

قبل الوقوف على مدى التعارض بين المعضلات الاربع في بنك دبي الإسلامي، ارتأينا عرض حجم ونوع الاستثمارات في الصكوك التي يستثمر فيها البنك، حيث ذكرنا سابقا أنه ينبغي الاحتفاظ بأدوات عالية السيولة من أجل مواجهة فجوات السيولة إن حدثت، وبهذا الشأن يؤكد بنك دبي الاسلامي أنه يحتفظ بمحفظة موجودات عالية التداول ومتنوعة يمكن تسييلها في حالة التقلبات غير المتوقعة للتدفق النقدي، متمثلة في الصكوك والتي يعرضها الجدول الموالي:

الجدول رقم (01): حجم الاستثمار في الصكوك حسب الآجال
المبالغ: الف درهم اماراتي دبي الاسلامي

| | دبي الاسلامي | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| السنوات/البيان | حجم الاستثمار قصير الأجل في الصكوك أقل من شهر | حجم الاستثمار قصير الأجل في الصكوك من 1شهر الى ثلاث أشهر | حجم الاستثمار قصير الأجل في الصكوك من 3شهر الى سنة | حجم الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في الصكوك | تطور الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في الصكوك % |
| 2005 | | | ---- | 1.420.012 | ------ |
| 2006 | | | ---- | 5.764.652 | **305،95** |
| 2007 | | | ---- | 8.511.759 | **47،76** |
| 2008 | | | 2.203.800 | 9.022.476 | **6** |
| 2009 | | 2.550 | 1.174.732 | 8.113.515 | **10.07-** |
| 2010 | 14 | ----- | 240.339 | 7.960.123 | **1،89-** |
| 2011 | 13 | 1.951 | 140.070 | 12.546.077 | **57،61** |
| 2012 | 23.853 | 22.104 | 2.187.964 | 8.854.741 | **29.42-** |

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات التقارير المالية لبنك دبي الإسلامي خلال الفترة 2005– 2012

والملاحظ من خلال الجدول أنه في السنوات الأولى من فترة الدراسة أنه لم يكن هناك تنويع في الصكوك من حيث تواريخ الاستحقاق فقط كانت صكوكا متوسطة الأجل وابتداء من سنة 2009

الى 2012 كان هناك تنويع في الصكوك من حيث الآجال، لكن رغم ذلك إلا أنّ البنك يحتفظ باستثماراته في الصكوك الى غاية استحقاقها حسب ما ورد في تقاريره المالية، ولم يتحها للبيع الا سنة 2009 حيث عرض جزء منها للبيع لم يتجاوز 10،43 ٪ من اجمالي استثماراته في الصكوك وأيضا في سنة 2010 فقد بلغت الصكوك المتاحة للبيع نسبة 14،57% من اجمالي استثماراته في الصكوك، فإتاحتها للبيع تسمح له باستخدامها لإدارة مخاطر سيولته لمواجهة احتياجات السيولة.

1.5 . **مساهمة الصكوك في المواءمة بين السيولة والربحية**: كما ذكرنا سابقا بأن السيولة كهدف تتطلب ضرورة احتفاظ المصرف بأكبر قدر من النقدية والأصول السائلة، وبالتالي سيفرض عليه توجيه موارده المالية إلى استثمارات تنطوي على حد أدنى من المخاطر وهو ما يترك أثرا عكسيا على الربحية، فالربحية تتطلب -كهدف- ضرورة قيام المصرف بتوظيف أكبر قدر من الأموال وعدم ترك أي منها عاطل دون استثمار وهي رغبة الملاك الذين يرغبون في تحقيق أقصى عائد، وهو ما قد يترك أثرا سلبيا في مستوى السيولة والربحية.

ومن خلال ما يلي سنعرض مدى احتفاظ البنك بالسيولة النقدية والتي تعبر عنها نسبة السيولة النقدية والتي تعكس قدرة البنك على مواجهة التزاماته قصيرة الأجل من النقدية وشبه النقدية المتوفرة لديه (نقد وارصدة لدى البنوك المركزية + الارصدة والودائع لدى المصارف والمؤسسات المالية الأخرى+ مرابحات دولية قصيرة الأجل مع مؤسسات مالية) وهذه الارصدة النقدية اذا زادت عن حد معين فإنها تمثل تعطلا في توظيف المصارف لمواردها واذا انخفضت فان المصارف بحاجة الى ان تحتاط من مشكلة نقص السيولة، بالإضافة الى نسبة النقدية الى اجمالي الموجودات والتي تقيس الموجودات السائلة (النقدية وشبه النقدية) لدى البنك الى اجمالي موجوداته، ارتفاعها يعني ان هناك سيولة معطلة، وانخفاضها يعني امكانية تعرض المصرف لمخاطر نقص السيولة، واخيرا نسبة التداول التي تعكس قدرة المصرف على مواجهة التزاماته قصيرة الأجل من موجوداته المتداولة، فانخفاض هذه النسبة يدل على مشكل في التدفق النقدي على المدى القصير، أما ارتفاعها فيعني زيادة في قيمة الموجودات المتداولة المتحررة من مطالبات الدائنين قصيرة الأجل، لكن الارتفاع غير العادي في هذه النسبة قد يعني نقدا معطلا أو ارتفاعا غير مبرر في حجم الديون بسبب البطء في تحصيلها مما قد يوحي بإدارة سيئة السيولة

وسنعرض أيضا مدى تحقيق الربحية والتي تعبر عنها بعض نسب الربحية والمتمثلة في نسبة العائد على الموجودات التي مقياسا فعليا للربحية، لأنها تجمع بين الأرباح المتحققة والموجودات التي ساهمت في تحقيقها، وعادة ما تكون هذه النسبة منخفضة، وتعبر زيادتها عن كفاءة استخدام الاموال المستثمرة في الموجودات ومن بينها الصكوك، بالإضافة الى نسبة العائد على حقوق المساهمين فتعتبر مقياس شاملا للربحية تقيس العائد المالي المتحقق على استثمارات المساهمين، ومن بينها الاستثمارات في الصكوك.

الجدول رقم (03): المواءمة بين السيولة والربحية

| | نسبة السيولة النقدية % | نسبة النقدية الى اجمالي الموجودات % | نسبة التداول% | العائد على الموجودات | العائد على حقوق المساهمين |
|---|---|---|---|---|---|
| 2005 | 24,45 | 22.34 | 53.71 | 2.46 | 28.54 |
| 2006 | 32,95 | 28.72 | 75.89 | 2.42 | 18.27 |
| 2007 | 63,64 | 26.53 | 142.49 | 2.96 | 24.01 |
| 2008 | 18,36 | 11.57 | 71.49 | 1.83 | 17.77 |
| 2009 | 29.01 | 16.70 | 63.69 | 1.43 | 13.45 |
| 2010 | 21.43 | 11.66 | 66.80 | 61.0 | 5.93 |
| 2011 | 18.72 | 10.45 | 69.66 | 1.11 | 11.06 |
| 2012 | 19.59 | 11 | 76.52 | 1.16 | 12.66 |

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات التقارير المالية لبنك دبي الإسلامي خلال الفترة 2005- 2012

ذكرنا سابقا أن البنك الاسلامي يمكنه الاستثمار في الصكوك وعدم تجميد السيولة في شكل نقد، وفي نفس الوقت الحفاظ على النسب المقبولة من السيولة النقدية، إلا أنّ لا تشكل بندا من بنود النقد وما يعادله ضمن التقارير المالية لبنك دبي الاسلامي، اذ تتكون النقدية المحتفظ بها (النقد وما يعادله) بالنسبة لبنك دبي الاسلامي من النقد في الصندوق والأرصدة لدى المصارف المركزية والأرصدة والودائع لدى البنوك والاستثمارات السائلة قصيرة الأجل التي يمكن تحويلها بسهولة إلى مبالغ نقدية معروفة القيمة والتي تستحق في الأصل خلال ثلاثة أشهر أو أقل والمتمثلة حسب التقارير المالية للبنك في المرابحات الدولية قصيرة الأجل، اذن هي لا تضم الصكوك رغم أنها تعتبر من الأدوات المالية سهلة التسييل.

والملاحظ أن نسبة السيولة النقدية بدأت في الانخفاض تزامنا مع الفترة التي اتاح فيها البنك الصكوك للبيع وهي ابتداء من سنة 2009 حيث عرض جزء منها للبيع لم يتجاوز 10.43 % من اجمالي استثماراته في الصكوك وأيضا في سنة 2010 فقد بلغت الصكوك المتاحة للبيع نسبة 14.57% من اجمالي استثماراته في الصكوك.

في حين ترتبط نسبة النقدية الى اجمالي الموجودات بالنقد وما يعادله أي الموجودات السائلة وبإجمالي الموجودات فارتفاع الموجودات السائلة مع ارتفاع أقل في اجمالي الموجودات يؤدي الى ارتفاع هذه النسبة، وانخفاض الموجودات السائلة مع ارتفاع في اجمالي الموجودات يؤدي الى انخفاضها، ومن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة الموجودات السائلة في بنك دبي الاسلامي الى اجمالي موجوداته انخفضت سنة 2007 رغم ارتفاع الموجودات السائلة في تلك السنة وذلك يعود الى ارتفاع موجودات البنك الاجمالية فلم تمثل منها الا نسبة 26.53 % وانخفاض النسبة سنة 2008 كان بسبب انخفاض الموجودات السائلة من جهة وعدم ارتفاع اجمالي الموجودات الا بنسبة ضئيلة جدا لم تتجاوز 0.47 %، وارتفاعها سنة 2009 كان بسبب ارتفاع الموجودات السائلة وانخفاض اجمالي

الموجودات بنسبة 0،53 %، أما الانخفاض سنة 2010 فيعود الى انخفاض الموجودات السائلة وارتفاع اجمالي الموجودات اذ لم تمثل الا نسبة 11،66 % منها.

فارتفاع هذه النسبة يعني ان هناك سيولة معطلة، وانخفاضها يعني امكانية تعرض المصرف لمخاطر نقص السيولة، ففي الحالة الاولى تستطيع المصارف مواجهة ذلك عن طريق الاستثمار في الصكوك الاسلامية مما يخفض من السيولة المعطلة، أما في حالة انخفاضها فتستطيع المصارف أن تقوم بتصكيك بعض موجوداتها أو تسييل تلك الاستثمارات في الصكوك وهذا ما لاحظناه سنة 2007 مثلا في بنك دبي الاسلامي اذ تمّ تصكيك بعض الموجودات مما ساهم في رفع الموجودات السائلة.

كما تتأثر نسبة التداول بالاستثمارات في الصكوك التي يقوم بها البنك، فهي تدخل ضمن الموجودات المتداولة والتي تنوعت في بنك دبي الاسلامي ما بين قصيرة ومتوسطة الأجل ابتداء من سنة 2008 فقط، اذ كانت قبل ذلك استثمارات صكوك متوسطة الأجل فقط، اذن يستطيع بنك دبي الاسلامي رفع نسبة التداول الى الحد المقبول من خلال الاستثمار في الصكوك وتنويعها حسب الآجال.

وفي المقابل إذا ما وجهت النقدية الى الاستثمار في الصكوك فسينعكس ذلك على الأرباح وبالتالي ترتفع نسب الربحية سابقة الذكر إذا قابل الارتفاع في الموجودات الناتج عن الصكوك ارتفاعا في الارباح، هذه الاخيرة التي تتأثر بالإيرادات المحققة من الموجودات والتي من بينها ايرادات الصكوك، وحتى عمليات إصدار الصكوك سيترتب عنها تمويلا لأنشطة استثمارية ستساهم في التأثير على الربح من خلال ارتفاع ايرادات الأنشطة الاستثمارية.

وتأكيدا على ذلك فقد لاحظنا أنه بارتفاع الموجودات خلال 2006 مقارنة بسنة 2005 بنسبة 49،85 % قابلها ارتفاع في الارباح الصافية بنسبة 48،38 %، وأيضا خلال سنة 2007 بنسبة 30،96 % مقارنة مع 2006 قابلها ارتفاع للأرباح الصافية بنسبة 59،25% بسبب ارتفاع الايرادات من جهة خاصة ايرادات الموجودات التمويلية والاستثمارية (ايرادات المشاركة، المضاربة)، وأيضا ايرادات الصكوك التي ارتفعت بنسبة 142،93%.

كما لاحظنا أيضا أن نسبة العائد على حقوق المساهمين بالنسبة لبنك دبي الاسلامي عرفت ارتفاعا من سنة 2004 الى سنة 2005 والتي فيها عرفت فيها أقصى قيمة لها خلال فترة الدراسة 28،54% لتنخفض النسبة بعدها سنة 2006 الى 18،27% بسبب اصدار البنك لأسهم بقيمة 3.029.330 الف درهم، وبلغت سنة 2007 نسبة 24،01%. فإذا قارنا بين سنة 2006 التي تمّ فيها اصدار أسهم وبين سنة 2007 التي تمّ فيها اصدار الصكوك فإن الأولى أدت الى انخفاض العائد على حقوق المساهمين على عكس الثانية التي لم تؤدي الى انخفاض العائد على حقوق المساهمين.

### 2.5 . مساهمة الصكوك في تحقيق المواءمة بين الأمان والسيولة والتنمية

إن التوجه نحو الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في الصكوك التي تصدرها جهات أخرى لتمويل أنشطتها الاستثمارية يترتب عنه المشاركة في تمويل تلك الأنشطة، ويظهر من خلال الجدول التالي معدل نمو الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في الصكوك في بنك دبي الإسلامي.

**الجدول رقم (04): تطور الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في الصكوك**

| | حجم الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في الصكوك | مجموع الموجودات التمويلية والاستثمارية المتوسطة الأجل وطويلة الأجل | تطور الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في الصكوك% | نسبة الصكوك المتوسطة وطويل الأجل إلى اجمالي الموجودات المتوسطة الأجل وطويلة الأجل % |
|---|---|---|---|---|
| 2005 | 1.420.012 | 17.390.177 | ------- | 16،8 |
| 2006 | 5.764.652 | 8.724.880 | 305.95 | 07.66 |
| 2007 | 8.511.759 | 18.194.708 | 47،76 | 78،46 |
| 2008 | 9.022.476 | 28.014.075 | 6 | 20.32 |
| 2009 | 8.113.515 | 27.150.199 | 10.07- | 88.29 |
| 2010 | 7.960.123 | 41.535.892 | 1،89- | 16،19 |
| 2011 | 12.546.077 | 35.252.586 | 57،61 | 6،35 |
| 2012 | 8.854.741 | 38.444.160 | 29،42- | 03،23 |

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات التقارير المالية لبنك دبي الإسلامي خلال الفترة 2005- 2012

يتبين لنا من خلال الجدول أن معدل نمو التمويل الموجه نحو المشاريع الاستثمارية الممولة بالصكوك قد انخفض سنة 2007 مقارنة بسنة 2006 وايضا سنة 2008 مقارنة بسنة 2007 أما السنوات 2009 و2010 فقد انخفض الاستثمارات في الصكوك بمعدل 10،07% و1،89% على التوالي، في حين تطور الاستثمار في الصكوك سنة 2011 مقارنة بسنة 2010 بنسبة 57،61%، وانخفض بعدها أيضا بنسبة 29،42% سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، ذلك الانخفاض الذي شهده الاستثمار في الصكوك كان بسبب الخلاف الذي أثير حول شرعية بعض هياكل الصكوك سنة 2007 كما تمّ ذكره سابقا في الجزء النظري، مما سبب عزوفا عن الاستثمار فيها، وهنا يظهر التعارض بشكل جلي فإذا شعر المستثمر بعدم الامان كما هو الحال هنا بشأن شرعية الأداة فسيعزف عن الاستثمار مما ينعكس سلبا على تمويل المشاريع التنموية.

أما الانخفاض في نسبة الصكوك المتوسطة وطويلة الأجل الى اجمالي الموجودات المتوسطة وطويلة الأجل ابتداء من سنة 2008 مقارنة بالسنوات التي قبلها فيعود الى اتجاه البنك نحو الاستثمار في الصكوك قصيرة الأجل(حسب ما يظهره الجدول رقم (01)) وهذا ما يعكس لنا التعارض بين السيولة والتنمية ايضا، لأن الاستثمارات المتوسطة وطويلة الاجل تساهم في التنمية وتخفيضها على حساب الصكوك قصيرة الاجل سينعكس سلبا عليها.

### 3.5 . العلاقة بين السيولة والأمان للمودعين والتنمية

إنّ الاحتفاظ بسيولة عالية يطمئن المودعين لكن يتعارض مع التنمية وذلك بتضييع فرض لاستثمار تلك النقدية، ويمكن ان نوضح ذلك من خلال نسبة النقدية إلى إجمالي الودائع التي تدل على مدى احتفاظ المصرف بالسيولة (النقدية الجاهزة وما يشبهها) للوفاء بالتزاماته اتجاه مودعيه، ويوضح الجدول المالي مدى تطور هذه النسبة خلال السنوات التي تسبق اتجاه البنك نحو الاستثمار في قصيرة الاجل في سنة 2008 والسنوات التي تليها:

**الجدول رقم (05) : تطور نسبة النقدية إلى إجمالي الودائع**

| السنوات | النقد وما يعادله | إجمالي الودائع | نسبة النقدية إلى إجمالي الودائع% |
|---|---|---|---|
| 2005 | 9.606.583 | 33.391.950 | **28،76** |
| 2006 | 18.510.208 | 47.732.482 | **38،78** |
| 2007 | 22.381.078 | 65.175.594 | **34،34** |
| 2008 | 9.810.245 | 66.328.677 | **14،79** |
| 2009 | 14.079.922 | 64,195.503 | **21،93** |
| 2010 | 10.483.681 | 63.447.070 | **16،52** |
| 2011 | 9.473.570 | 64.929.839 | **14،59** |
| 2012 | 10.845.086 | 66.725.523 | **16،25** |

**المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات التقارير المالية لبنك دبي الإسلامي خلال الفترة 2005- 2012**

تقيس هذه النسبة مدى تغطية الودائع بالنقدية المتاحة لدى البنك وترتبط هذه النسبة بتطور النقد وما يعادله من جهة وبنمو الودائع من جهة أخرى، ففي سنة 2007 ارتفع النقد وما يعادله في بنك دبي الاسلامي وارتفعت الودائع الاجمالية أيضا لكن معدل نمو الودائع كان أكبر 36،54% من معدل نمو النقد وما يعادله 20،91 % مما سبب انخفاض النسبة سنة 2007 أما انخفاض النسبة سنة 2008 مقارنة بسنة 2007 فكان بسبب انخفاض النقد وما يعادله.

ان توجه البنك نحو الاستثمار في الصكوك قصيرة الاجل ابتداء من سنة 2008 جعل البنك يخفض من النقدية بالنسبة للودائع فنلاحظ انخفاض هذه النسبة للسنوات التي تلي 2008 مقارنة مع السنوات التي تسبقها، فكلما ارتفع النقد زادت ثقة المودعين في المصرف لكن مع الاستثمار في الصكوك قصيرة الأجل يمكن الحفاظ على ثقة المودعين دونما الحاجة الى الاحتفاظ بمزيد من النقدية على حساب استثمارها ومساهمتها في التنمية.

## الخـــاتمـــة

تمّ من خلال هذه الدراسة إبراز مساهمة الصكوك في حل المعضلات الأربع والتي تواجهها المصارف الإسلامية في مسيرتها نحو تحقيق أهدافها، وقد تمّ التوصل الى النتائج التالية:

1. ستتمكن المصارف الإسلامية من خلال الاستثمار في الصكوك من استخدامها كأدوات عالية السيولة بدلا من الاحتفاظ بأكبر قدر من النقدية والتي يمكن تسييلها بسهولة واستخدامها في الوفاء بالتزاماتها العاجلة عند طلبها حتى يؤمن نفسه من مخاطر ضعف السيولة، وهذا ما يحقق الأمان للمودعين وفي نفس الوقت عدم تعطيل السيولة وتوظيفها؛
2. ستتمكن المصارف الإسلامية من خلال الاستثمار في الصكوك من توظيف أكبر قدر من الأموال المودعة وتوجيهها نحو استثمارات تنموية متوسطة وطويلة الأجل طالما أنها تستطيع تسييل تلك المشروعات وإصدار صكوك مقابلها؛
3. تتمكن المصارف الاسلامية من خلال الاستثمار في الصكوك بآجال مختلفة من المواءمة بين موجوداتها ومطلوباتها من خلال تواريخ استحقاقها؛
4. ستتمكن المصارف الإسلامية من خلال الاستثمار في الصكوك من توظيف اكبر قدر من مواردها المالية وبالتالي زيادة ربحيتها تلبية لرغبة الملاك؛
5. إنّ الاستثمار في مشاريع يطرح تمويلها من خلال إصدار الصكوك سيمكّن المصارف من الاطمئنان على أموالها لأنها تدار من قبل الجهات المصدرة للصكوك التي يطلب منها قبل إصدار الصكوك لتمويل مشروع معين تقديم العديد من الشروط وتوفر الخبرة أيضا في الأعمال والأنشطة الاستثمارية؛
6. تساهم الصكوك في ازالة التعارض بين الامان وتمويل المشاريع الخطرة التي تحجم المصارف الإسلامية عن تمويلها بسبب ارتفاع عنصر المخاطرة فيها رغم أنّ آفاق نموها المحتملة كبيرة؛
7. ستتمكن المصارف الاسلامية من تحقيق المواءمة بين السيولة والربحية، فيمكن للمصارف الاسلامية أن تتوجه نحو المشروعات الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل وتسييلها من خلال إصدار صكوك مقابلها في أي وقت؛
8. تساهم الصكوك في تدعيم رأس المال الذي يعتبر الدرع الواقي للمودعين وذلك من خلال رفع رؤوس أموال المصارف الاسلامية عن طريق إصدار الصكوك التزاما بمعايير بازل III، بدلا من إصدار أسهم وما يترتّب عنها من نمو لحقوق المساهمين مما يشكل عبئا عليها إذا لم تستطع في المقابل زيادة الارباح؛

9. تساهم الصكوك في إزالة التعارض ين الأمان وتمويل مشاريع البنية التحتية التي لها متطلبات رأس المال صارمة وتغييرات تشريعية وإجرائية مستمرة من خلال إصدار الصكوك لتمويلها بحيث يتم تقسيم رؤوس الأموال على عدد من المصارف مما يخفف عليها ويعزز قدرتها على تمويل تلك المشاريع؛
10. تساهم الصكوك في تحقيق الامان للمستثمرين المستدامين بيئيا وتمويل المشاريع التي تراعي البيئة والتي زاد التوجه نحوها؛
11. من خلال التوجه نحو الاستثمار في الصكوك سيكون أصحاب الودائع الاستثمارية على دراية تامة بالاستثمار واحتمالات الربح أو الخسارة بناء على دراسات الجدوى التي تشملها عمليات اصدار الصكوك، كما تسمح لهم بتنويع استثماراتهم وهو من اساليب ادارة المخاطر مما يحقق لهم؛
12. تساهم الصكوك في تمويل المشاريع الخطرة ونقل المخاطرة فيها من المصرف الإسلامي إلى حملة الصكوك لكن ذلك يتطلب إنشاء سوق خاصة بمبادلة صكوك المشاريع الخطرة؛

## المراجع المعتمدة:


1. أحمد سفر، العمل المصرفي الإسلامي، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2004.
2. أشرف محمد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، الاسكندرية، 2004.
3. حسن يوسف داود، المصرف الاسلامي للاستثمار الزراعي -نموذج مقترح-، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الاولى، 2005.
4. حسين حامد حسان: الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشروعات الإنتاجية: حالة الجزائر، من أبحاث الملتقى الدولي حول :صناعة الخدمات المالية وآفاق إدماجها في السوق المالي والمصرفي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 17-18/ 10/ 2011.
5. حسين سعيد، كفاية رأس المال في المصارف الإسلامية "في الواقع وسلامة التطبيق"، من أبحاث المؤتمر الدولي الأول للمالية للإسلامية، كلية الشريعة، الجامعة الأردنية، الأردن، 6-7/ 08/ 2014.
6. خمس مراحل لمرحلة تقييم إصدار الصكوك، بحوث ودراسات رساميل حول عمليات التوريق ، جريدة القبس الاقتصادي، الكويت، الصادرة في 7جوان 2008 ، العدد 12580، السنة 37.
7. سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط01، 1996.

8. صلاح بسام محمود فياض، علي عبد الكريم محمد العبابنة، الصكوك واثرها على الواقع التطبيقي للعمل المصرفي الإسلامي في الأردن من وجهة نظر مصرفي، من أبحاث مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، 12-13 تشرين الثاني 2013.
9. عبد الباري مشعل، تحليل ومعالجة مخاطر الائتمان والتمويل في الشريعة الاسلامية، من أبحاث المؤتمر المصرفي الاسلامي الرابع، الكويت، 2007.
10. عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، 2001.
11. عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة.
12. عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مجموعة البركة المصرفية، البحرين، 2005.
13. عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، الجزء 02، 2002.
14. فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة بحث مقدمة إلى منتدى الصيرفة الإسلامية، لبنان، بيروت، جويلية 2008.
15. محسن ابو عوض، الصكوك الاسلامية ومخاطرها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الاول، السنة الإحدى والعشرون، 2013.
16. محمد عبده محمد مصطفى، رأس المال المخاطر، استراتيجية مقترحة للتعاون بين المصارف الإسلامية، من أبحاث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة.
17. محمد علي القري بن عيد، عرض لبعض مشكلات البنوك الاسلامية ومقترحات لمواجهتها، من أبحاث ندوة قضايا معاصرة في النقود والبنوك والمساهمة في الشركات، مجمع الفقه الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 18-22 شوال 1413 هـ، الموافق لـ 10-14 أفريل 1993.
18. معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية بحث مقدم في الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادي الأولى 1430هـ الموافق (26-30 أبريل 2009م).
19. منور اقبال، أوصاف أحمد، طارق الله خان، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الاسلامي، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب البنك الاسلامي للتنمية، جدة، 1998.
20. نوري عبد الرسول الخاقاني، المصرفية الإسلامية الأسس النظرية وإشكالات التطبيق، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2011.

21. المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار، البحرين.
22. المعيار رقم (07)، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، يناير 2009.
23. القرار رقم 30(4/ 3) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مجلس مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة الرابعة، جدة، 18-23 جمادى الآخرة 1408 الموافق 6- 11 فبراير 1988م.
24. القرار رقم 188 (3/ 20)، المتعلق باستكمال موضوع الصكوك الإسلامية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة العشرون، وهران، الجزائر، 26 شوال إلى 2 من ذي القعدة 1433هـ، الموافق 13-18 سبتمبر 2012م.
25. هيئة الاوراق المالية، قرارات مجلس المفوضين، تعليمات إصدار صكوك التمويل الإسلامي وتسجيلها لسنة (2013) الصادرة استناداً لأحكام المادتين (14/ أ) و(19/ أ) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم (30) لسنة 2012 والمادة (12/ ف) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002.
26. إجراءات إصدار وإدراج الصكوك الإسلامية المحلية – طرح عام وفقاً للقانون الاتحادي رقم (2) لسنة 2015، الجهة الرقابية والسلع، الإمارات العربية المتحدة.
27. القواعد الموحدة لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الامانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية ، قطاع الشؤون الإقتصادية، الرياض، 2014.

28. Sutan Emir Hidayat ,The important role of sukuk in the Basel III era, thomson reuters ,Published on 14 Dec 2015 ,available on :https://blogs.thomsonreuters.com/answerson/the-important-role-of-sukuk-in-the-basel-iii-era/ consulté le : 22 /08 /2019
29. Michael Bennett, Islamic sukuk: A promising form of finance for green infrastructure projects, Published on 25-02-2015 ,available on: http://blogs.worldbank.org/voices/islamic-sukuk-promising-form-finance-green-infrastructure-projects consulté le 22 /08 /2019
30. Anna Hirtenstein, slamic Bank May Support Green Sukuk for Renewables Projects, , Published on 2015-11-03 , available on: http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-03/islamic-bank-may-support-green-sukuk-for-clean-energy-projects consulté le 22 /08 /2019
31. Michael Bennett, Islamic sukuk: A promising form of finance for green infrastructure projects, Published on 25-02-2015 ,available on: http://blogs.worldbank.org/voices/islamic-sukuk-promising-form-finance-green-infrastructure-projects consulté le 22 /08 /2019
32. Securities Commission, Guidelines on The Offering of Islamic Securities, 2004.
33. Philippe Ithurbide ,Richard Butler ,Wai-Mei Chan ,Sophie Rodriguez ,Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur les sukuk sans jamais oser le demander… , Amundi asset management , 16 Mai 2012.

## الاحالات والهوامش:

* صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، ماجستير دراسات إسلامية، معهد الدعوة الجامعي، 2009.

** Does the Use of Sukuk (Islamic bonds) Impact Islamic Banks Performances? A Case Study of Relative Performance during 2007-2009 Middle Eastern Finance and Economics (2011) Issue 12 2011 EuroJournals Publishing Inc.

*** التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الاسلامية، ماجستير مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2010-2011.

i المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار، البند (02)، البحرين، متاح على: http://www.aaoifi.com/aaoifi/Default.aspx?alias=www.aaoifi.com/aaoifi/arabic

ii المعيار رقم (07)، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، يناير 2009، ص03.

iii قرار رقم 30(3/4) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مجلس مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة الرابعة، جدة، 18-23 جمادى الآخرة 1408 الموافق 6- 11 فبراير 1988م.

iv Securities Commission Guidelines on The Offering of Islamic Securities 2004 available on: http://www.sc.com.my/guidelines-on-the-offering-of-islamic-securities/

v معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية بحث مقدم في الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادي الأولى 1430هـ الموافق (26-30 أبريل 2009م)، ص05.

vi عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، الجزء 02، 2002، ص 81-82.

vii سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط01، 1996، ص 74.

viii المعيار الشرعي رقم 17، مرجع سبق ذكره، القرار رقم 178/ (19/4)، المتعلق بالصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1 - 5 جمادى الأولى 1430هـ ، الموافق 26-30 أفريل 2009م.

فتح الرحمان علي محمد صالح،" دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة بحث مقدمة إلى منتدى الصيرفة الإسلامية، لبنان، بيروت، جويلية 2008، ص ص 17-18.

*هو كل مؤسسة- مصرف، مؤسسة مالية، مؤسسة اقتصادية- ترغب وتقوم بتحويل بعض أصولها إلى طرف آخر يتولى تنظيم عملية الإصدار.

[ix] محسن ابو عوض، الصكوك الاسلامية ومخاطرها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الاول، السنة الإحدى والعشرون، 2013، ص 35.

[x] Philippe Ithurbide ,Richard Butler ,Wai-Mei Chan ,Sophie Rodriguez ,Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur les sukuk sans jamais oser le demander... , Amundi asset management , 16 Mai 2012, p05.

[xi] محسن ابو عوض، مرجع سبق ذكره، ص 35.

* الجهة التي تتولى مهام الإشراف والرقابة على الأسواق المالية في الدولة التي تأسست فيها الجهة المصدرة.

[xii] خمس مراحل لمرحلة تقييم إصدار الصكوك، بحوث ودراسات رساميل حول عمليات التوريق ، جريدة القبس الاقتصادي، الكويت، الصادرة في 7جوان 2008 ، العدد 12580، السنة 37 ص 38.

[xiii] المعيار الشرعي رقم (17)، صكوك الاستثمار، مرجع سبق ذكره.

[xiv] القرار رقم 188 (3/20)، المتعلق باستكمال موضوع الصكوك الإسلامية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة العشرون، وهران، الجزائر، 26 شوال إلى 2 من ذي القعدة 1433هـ، الموافق 13-18 سبتمبر 2012م متاح على: http://www.fiqhacademy.org.sa/

[xv] هيئة الاوراق المالية، قرارات مجلس المفوضين، تعليمات إصدار صكوك التمويل الإسلامي وتسجيلها لسنة (2013) الصادرة استناداً لأحكام المادتين (14/أ) و(19/أ) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم (30) لسنة 2012 والمادة (12/ف) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002.

- إجراءات إصدار وإدراج الصكوك الإسلامية المحلية – طرح عام وفقاً للقانون الاتحادي رقم (2) لسنة 2015، الجهة الرقابية والسلع، الإمارات العربية المتحدة/ القواعد الموحدة لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الامانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية ، قطاع الشؤون الإقتصادية، الرياض، 2014.

[xvi] المعيار الشرعي رقم (17)، صكوك الاستثمار، مرجع سبق ذكره.

[xvii] نموذج نشرة اصدار **صكوك تمويل اسلامي، مركز إيداع الأوراق المالية، المملكة الأردنية، متاح على:** https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=1262.

[xviii] المادة (15)، القواعد الموحدة لإصدار الصكوك بدول مجلس التعاون، مرجع سبق ذكره.

[xix] عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مجموعة البركة المصرفية، البحرين، 2005، ص142.

[xx] عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ص146.

[xxi] عبد الباري مشعل، تحليل ومعالجة مخاطر الائتمان والتمويل في الشريعة الاسلامية، من أبحاث المؤتمر المصرفي الاسلامي الرابع، الكويت، 2007، ص06

[xxii] صلاح بسام محمود فياض، علي عبد الكريم محمد العبابنة، الصكوك واثرها على الواقع التطبيقي للعمل المصرفي الإسلامي في الأردن من وجهة نظر مصرفي، من أبحاث مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، 12-13 تشرين الثاني 2013، ص 24.

xxiii محمد علي القري بن عيد، عرض لبعض مشكلات البنوك الاسلامية ومقترحات لمواجهتها، من أبحاث ندوة قضايا معاصرة في النقود والبنوك والمساهمة في الشركات، مجمع الفقه الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 18-22 شوال 1413 هـــ، الموافق لــ 10-14 أفريل 1993، ص 255.

xxiv منور اقبال، أوصاف أحمد، طارق الله خان، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الاسلامي، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب البنك الاسلامي للتنمية، جدة، 1998، ص47.

xxv حسين سعيد، كفاية رأس المال في المصارف الإسلامية "في الواقع وسلامة التطبيق"، من أبحاث المؤتمر الدولي الأول للمالية للإسلامية، كلية الشريعة، الجامعة الأردنية، الأردن، 6-7/ 08/ 2014، ص09.

* تأسست وتكونت من الدول الصناعية العشرة: الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، بريطانيا، فرنسا، ايطاليا، هولندا، السويد، سويسرا، اليابان، لكسمبورغ، وذلك مع نهاية 1974 تحت إشراف بنك التسويات الدولية بمدينة بازل السويسرية، مجموعة مكونة من محافظي البنوك المركزية ومديري الإشراف فيها تتألف من جهات رقابية في نحو 30 دولة.

** تمّ الاعلان عن إصلاحات للقطاع البنكي بتاريخ 12 سبتمبر 2010 وذلك بعد اجتماعها في مقر اللجنة في بنك التسويات الدولية في مدينة بازل السويسرية، وتمّت المصادقة عليها من زعماء مجموعة العشرين في اجتماعهم في سيئول العاصمة الكورية الجنوبية في 12 نوفمبر 2010، على أن يبدأ العمل بها تدريجيا اعتبارا من يناير عام 2013 وصولا إلى بداية العمل بها في عام 2015 وتنفيذها بشكل نهائي في عام 2019.

xxvi Sutan Emir Hidayat ,The important role of sukuk in the Basel III era, thomson reuters ,Published on 14 Dec 2015 , available on :https://blogs.thomsonreuters.com/answerson/the-important-role-of-sukuk-in-the-basel-iii-era/ consulté le : 22 /08 /2019

xxvii أحمد سفر، أحمد سفر، العمل المصرفي الإسلامي، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2004، ص 254.

xxviii أشرف محـــمد دوابـــة، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبـيق، دار السلام، الاسكندرية، 2004، ص13-14.

xxix حسن يوسف داود، المصرف الاسلامي للاستثمار الزراعي –نموذج مقترح-، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الاولى، 2005، ص250.

xxx حسين حامد حسان: الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشروعات الإنتاجية: حالة الجزائر، من أبحاث الملتقى الدولي حول : صناعة الخدمات المالية وآفاق إدماجها في السوق المالي والمصرفي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 17-18/10/2011.

xxxi Michael Bennett, Islamic sukuk: A promising form of finance for green infrastructure projects, Published on 25-02-2015 ,available on: http://blogs.worldbank.org/voices/islamic-sukuk-promising-form-finance-green-infrastructure-projects consulté le 22 /08 /2019

xxxii الصكوك الخضراء".. حلول تمويلية إسلامية تزاوج بين "مقاصد الشريعة" وإنقاذ كوكب الأرض، متاح على الرابط:

http://arabic.cnn.com/business/2014/09/08/green-sukuk-rating-projects consulté le 22/ 08/ 9201

xxxiii Anna Hirtenstein, slamic Bank May Support Green Sukuk for Renewables Projects, , Published on 2015-11-03 , available on: http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-03/islamic-bank-may-support-green-sukuk-for-clean-energy-projects consulté le 22 /08 /2019

xxxiv Michael Bennett, Islamic sukuk: A promising form of finance for green infrastructure projects, Published on 25-02-2015 ,available on: http://blogs.worldbank.org/voices/islamic-sukuk-promising-form-finance-green-infrastructure-projects consulté le 23-05-2015

xxxv نوري عبد الرسول الخاقاني، المصرفية الإسلامية الأسس النظرية وإشكالات التطبيق، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 276.

xxxvi محمد عبده محمد مصطفى، رأس المال المخاطر، استراتيجية مقترحة للتعاون بين المصارف الإسلامية، من أبحاث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، ص 28.

xxxvii عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، 2001، ص 141.



# الوجـه الإسلامي لتنظيم آليات تداول السـيولة في السـوق المالية الإسـلامية

**د.نجاة طبـاع – الجـزائر**
أستاذة محاضرة بجامعة عبدالرحمن ميرة- الجزائر

**الملخص:**

أمام تزايد حجم نشاط المؤسسات الاقتصادية التي تلتزم بالعمل بأحكام الشريعة الإسلامية ، وحاجة هذه الأخيرة لمصادر تمويل لا تخالف التزامها ، فرض على السوق المالية الإسلامية تنسيق الجهود و العمل على تطوير و ابتكار أنواع جديدة من الأوراق المالية تضمن من خلالها تحويل الاستثمارات الطويلة و المتوسطة الأجل إلى قصيرة عند تسيلها في هذه السوق باعتبارها أولى خطوات و أهمها لإنشاء سوق مالية إسلامية تنسجم وضوابط الشريعة الإسلامية.

لكن رغم الدراسات القائمة في هذا المجال إلا أن عملية تداول السيولة وفقا لضوابط الشرعية تواجه عدة تحديات ، حيث تبقى تجربة الدول في الصيرفة الإسلامية حديثة .

الكلمات المفتاحية: الصيرفة الإسلامية ، صكوك المرابحة ، سندات الاستصناع، تداول السيولة ،السمسرة الاسلامية.

**Abstract**

the face of the increasing volume of activity of economic institutions that adhere to the provisions of Islamic law, and the need of the latter to sources of financing that do not violate its commitment, the Islamic financial market is forced to coordinate efforts and work to develop and create new types of securities through which to ensure the transformation of Long- and medium-term investments are short-term when they are in this market as the first and most important steps to establish an Islamic financial market in line with islamic sharia rules. However, despite the existing studies in this field, the process of trading liquidity in accordance with sharia controls faces several challenges, as the experience of countries in Islamic banking remains modern.

**Key words**: Islamic Banking, Murabaha Instruments, Securities, Liquidity Trading, Islamic Brokerag

تمهيـــــد:

قد تلجأ البنوك التجارية إلى السوق المالية لمباشرة عمليات البيع و الشراء ، أو للحصول منها على الأموال اللازمة لإتمام بعض عمليات المضاربة، لتعتبر سوق الأوراق المالية ملجأ أو طريق لتمويل الشركات التجارية نتيجة عجز القروض البنكية عن تلبية الحاجات المالية للشركات التجارية، فهي تعتبر بمثابة المكان الذي يتم فيه بيع و شراء الأدوات المالية.

يتوقف نشاط الأسواق المالية على دعامة أساسية تتمثل في الرابط الموجود بين حلقتيها المتمثلة في حلقة الفائض المالي و هم المدخرون ، وحلقة العجز المالي وهم مصدرو الأوراق المالية لغرض سد حاجاتهم للسيولة المالية.

مما يعني أنه في حالة ما إذ عجزت البنوك و المؤسسات المالية عن تلبية حاجاتها التمويلية، وحيث تكون نتيجة المقرض الأخير ليست مضمونة ، يمكن للبنوك و المؤسسات المتعثرة اللجوء إلى السوق المالية ،في ظل بحثها على طرق تمويلية، و رغبة منها في الحصول على السيولة و تدعيم طاقتها الاستثمارية ورأس المال .

حيث اتفق المختصون على اعتبار السوق المالية هي التي تتاح فيها الأصول طويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها عن عام ،و الأوراق التي تتداول فيها نجد بالإضافة إلى الأسهم و السندات سمح القانون لشركات المساهمة بإصدار قيم أخرى حددها النظام رقم 01/12 بموجب المادة 42 فقرة 08 ،و المتمثلة في سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال ،و سندات المساهمة ،و اعتبرتها سندات دين وليس بسندات رأس المال،كما قد تكون السندات الصادرة قابلة للتحويل إلى عدد من الأسهم

لكن، إن كانت البنوك الإسلامية هي بدورها مؤسسات ربحية ،هذا يؤدي إلى القول بأنها هي الأخرى تلجأ إلى السوق المالية بهدف تداول السيولة بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي .

لكن أمام تحقق المعنى الضيق للبنوك الإسلامية التي تعرف على أنها شركات تجارية تتقيد في تعاملاتها بأحكام الشريعة الإسلامية ، هذا يعني أنه لابد من وجود أسوق أوراق مالية إسلامية تتحرر من الوقوع في المحظورات، وتستند في أحكامها إلى مبادئ الشريعة الإسلامية التي تشكل السمة البارزة للأدوات المالية الإسلامية التي لا تتعارض في شروطها وصيغتها مع الشريعة الإسلامية ،حيث أن معظم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية الربوية تستند على الفائدة ما يجعل القواعد السائدة في الأسواق المالية و في البورصات بشكل عام فيها العديد من المخالفات الشرعية التي تجعل التعامل فيها محرما .

أمام هذه المعطيات يكون الهدف من هذه الورقة البحثية بيان منهجية بناء نموذج السوق الإسلامي و ذلك من خلال تحديد الوجه الإسلامي لتنظيم آليات التعامل في الأسواق المالية الإسلامية ،من حيث السعي لبناء صيغ إسلامية بديلة تستدعي تطوير الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق (أولا)و كذا الضوابط الشرعية للأدوات المالية الإسلامية (ثانيا)، الوجه التنظيمي الإسلامي لعمليات السوق المالية الإسلامية ( ثالثا)

**أولا : المنهج الإسلامي لتنظيم الأوراق المالية البديلة**

بالرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية نشأت اعتماد على المنهج الرأسمالي ألربوي و بقية ضيقة في معاملاتها ومؤسساتها ، إلا أنه نظرا للدور الحيوي و المهم الذي تضطلع به الأسواق المالية الإسلامية خاصة في دفع عجلة النمو الاقتصادي في الدول قد تمكن رجال الفقه و الاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية خالية من المعاملات الربوية تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي ، تجسد صيغا تمويلية متوسطة وطويلة الأجل حتى تكون السوق المالية الإسلامية في خدمة البنوك و المؤسسات المالية الإسلامية وبشكل أكثر نجاعة وفعالية ، و من البدائل التي اجتهد الفقهاء على استحداثها : سندات أو صكوك المضاربة ،شهادات الاستثمار الإسلامية ،شهادات توفير الاستثمار الإسلامية ،صكوك المضاربة المطلقة و المقيدة المختلفة ، صكوك صناديق التمويل المتخصصة ، صكوك تمويل عمليات المشاركة ، صكوك تمويل بيوع المرابحة ، صكوك تمويل بيع السلم ،صكوك تمويل عقود الاستصناع ،و التي يمكن تقسيمها عموما إلى صكوك الاستثمار المختلفة (أ)و كذا صكوك التمويل ( ب)

**أـ صكوك الاستثمار : أدوات التمويل طويلة الأجل**

تقوم البنوك الإسلامية بصياغة الكثير من الخدمات والتسهيلات، فهي تقوم بعمليات مختلفة تهدف جميعها إلى تدعيم التنمية في المجتمع، ويأتي الاستثمار في مقدمة العمليات، وللاستثمار الإسلامي طرق وأساليب عديدة تهدف كلها إلى تحقيق الربح الحلال وتتمثل صيغ التمويل الإسلامي الطويلة الأجل تلك الصيغ التي تعتمدها البنوك الإسلامية في آجال تتعدى خمسة سنوات[1]

و إن كانت شبكة التمويل طويلة الأجل مبنية على الإصدار ، بمعنى بيع القيم المتداولة (الأسهم و السندات) ، إلا أن مقومات إقامة السوق المالية الإسلامية التي تهدف إلى تجنب مختلف المعاملات الربوية ، أدى بفقهاء الإسلام إلى البحث عن إصدار أوراق مالية لتمويل طويلة الأجل

[1] حكيم راضية، التصكيك ودوره في السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2011، ص33.

كبدائل للسندات المحرمة- إصدارا أو شراءا أو تداولا- الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين (1 ) ،صكوك الاستثمار الشرعية (2)صكوك المشاركة(3).

**1- صكوك المضاربة**

تنعقد عملية المضاربة بين أصحاب حسابات الاستثمار(أرباب المال) والبنك (المضارب) الذي يعلن القبول التام لتلك الأموال للقيام باستثمارها واقتسام الربح حسب الاتفاق وتميل الخسارة لصاحب المال، وتنعقد أيضا بين البنك بصفته صاحب رأس المال بالأصالة عن نفسه أو النيابة عن أصحاب حسابات الاستثمار وبين الحرفيين من أصحاب الأعمال من تجار وصناعيين وغيرهم [1] .

يتم إتمام هذه العملية عن طريق إصدار صكوك أو سندات المضاربة التي تعد وثائق موحدة القيمة تصدر عن أسماء مكتتبيها مقابل دفع القيمة المحررة بها ، على أساسا المشاركة في نتائج الأرباح و الإيرادات المحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النتائج المعلنة على الشيوع المتبقية من الأرباح الصافية [2]

منه نجد أن ،ما يميز هذه السندات عن السندات العادية التي تعتبر قرض بفائدة على الشركة المصدرة حيث نعني بها صك مالي قابل للتداول يمنح للمكتتب لقاء المبالغ التي اقرضها و يخوله استعادة مبلغ القرض علاوة على الفوائد المستحقة عند حلول اجله [3]

حيث كان للفقه الإسلامي نظرة في تطويرها لتتفق مع الضوابط الشرعية ، منها إلغاء الفائدة و تحويلها إلى صكوك، ولا تكون لمالكيها فائدة أو نفع مقطوع ،و إنما تكون له نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك و لا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلا [4]

مما يعني أنه ، يكون أساس تداول مثل هذا النوع من السندات من قبل البنوك الإسلامية في إطار السوق المالية الإسلامية يقترن بتوفر الصورة المقبولة شرعا لسندات المقارضة المتمثلة أساسا في [5]:

- أن يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه وتمويله
- أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد المضاربة
- أن تكون صكوك المضاربة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب و يكون المضارب هو من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها ، ولا يملك من المشروع بقدر ما يساهم به من شراء بعض الصكوك[6].

---

[1] . مجيد جاسم الشرع، المحاسبة في المنظمات المالية (المصارف الإسلامية)، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص205.

[2] . محمد عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان 1990 ، ص 86

[3] وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة ، دار الفكر ، دمشق ، 2002،ص364.

[4] شعبان محمد إسلام البرواري،بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دار الفكر ، دمشق ، 2001،ص87.

[5] المرجع نفسه ،ص.158.

[6] . محمد عبد الكريم زعير ، الرقابة الشرعية على معاملات الاستصناع في البنوك الإسلامية ،مجلة الاقتصاد الإسلامي ،الصادرة عن بنك دبي الإسلامي ، الإمارات ،العدد216 ،يونيو 1999،ص..16.

**2 ـ صكوك الاستثمار الشرعية**

هي صكوك تخول لحاملها الحصول على حق الإشراك في الأرباح و الخسائر في حدود ما قدموه من أموال و يستحقوا حاملها عائدا دوريا تحت حساب الأرباح ، لكنهم لا يشتركون في إدارة الشركة فهم و ليسوا بدائنين لها كما في السندات[1] ،

حيث نجد أن الفقه الإسلامي أجاز التعامل بهذه الصكوك في إطارها الشرعي القائم على إلغاء الفائدة الثابتة و تحويلها إلى صكوك استثمارية مشاركة في الربح و الخسارة، و تخضع لقاعدة الغنم بالغرم ،كما ألغى شرط ضمان رد قيمة السند وفائدته ، ولا يكون لملكيها نفع مقطوع .[2]

**3ـ صكوك المشاركة**

تعتبر صيغ المشاركة من أهم الأساليب التمويلية التي تستخدمها البنوك الإسلامية بفعالية، حيث يتم تقديم التمويل الذي يطلبه المتعامل معه دون أن يتقاضى البنك فائدة محددة، وإنما يشارك البنك في الناتج المحتمل، سواء كان ربحا أو خسارة حسب أسس توزيعية متفق عليها بين البنك والعميل[3].

ما يجعل أدوات التمويل وفقا لهذه الصيغة المتمثلة في صكوك المشاركة تتميز بمنح حق لصاحبها في المشاركة في الإدارة ،و التي يمكن إصدارها في عدة صور منها:

- صكوك المشاركة الدائمة ، حيث تصدر في مشروع معين و تكون الإدارة لمصدرها أو لجهة أخرى بنسبة من الأرباح .
- صكوك المشاركة المؤقتة ــ محددة المدة ــ التي يمكن أن تكون على شكل صكوك المشاركة المستردة بالتدرج ، و المستردة خلال زمن محدود و المنتهية بالتمليك .

**ب ـ أدوات التمويل الإسلامية المتوسطة الأجل**

من أهم ما يقترحه الفقهاء من الأوراق المالية البديلة للتمويل المتوسطة الأجل وفقا لضوابط الشرعية اللاربوية :سندات الإجارة (1)، سندات الاستصناع (2).

**1- سندات الإجارة:**

يقصد بصيغ التمويل وفقا لنظام الإجارة العقد الذي يقوم بمقتضاه البنك أو المؤسسة المالية المتخصصة في الإيجار بتأجير أصل تمتلكه للمؤسسة التي تقوم بدورها بدفع أقساط دورية تكون

[1] .اشرف محمد دوابة ، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية في النظرية و التطبيق ، دار السلام ، القاهرة ،2004،ص14.

[2] سليمان ناصر ، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية ، جمعية التراث ، الجزائر ،2002،ص 360.

[3] . حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، التأمين وإدارة الخطر (النظرية والتطبيق)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص162.

عموما متساوية ويمكن للمؤسسة المستأجرة أن تقوم بشراء الأصل عند نهاية التأجير، وتصنف عقود الأجر إلى نوعين [1]:

الإيجار التشغيلي: عادة ما يكون قصيرة المدة ويمكن للمالك إعادة تأجيرها لمستأجر جديد بعد انتهاء مدة عقد المستأجر الأول.

الإيجار المنتهي بالتمليك(التمويلي): وهو إيجار طويل الأجل عادة ويتميز بأن ملكية الأصل المؤجر تؤول للمستأجر في نهاية المدة الإيجارية.

مما يعني أن ، إصدار سندات الإجازة في أسواق رأس المال يتم لاستقطاب الودائع من أجل تطوير مشاريع البنية التحتية ، كما يمكن تداولها في الأسواق الثانوية ، وهي صكوك تقوم على أساس تحول الأعيان و الخدمات و المنافع ذات العلاقة بعقد الإجارة الشرعي إلى أوراق مالية أو سندات ، وهي صكوك ذات قيمة متساوية ، تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع ، أو خدمات تدار إيرادا ، وهي قائمة على أساس عقد الإجارة [2]

وهو ما يجعل هذه السندات تتميز بأنها ثابتة العائد ،وقابليتها للتداول و قلة المخاطر و خضوعها لعوامل العرض و الطلب في السوق المالية و مرونتها العالية ، حيث يمكن إصدارها بآجال متعددة و لأعيان متنوعة [3]،وهي تكون على نوعين : سندات الإيجار الثابتة ، وسندات الإيجار المتناقصة .

**2- صكوك الإستصناع:**

نعني بالاستصناع ذلك العقد القائم المستصنع (المشتري) والصانع (البائع) ، حيث يتولى هذا الأخير بناء على طلب المشتري بصناعة سلعة موصوفة أو الحصول عليها عند أجل التسليم على أن تكون مادة الصنع وتكلفة العمل من الصانع (البائع) وذلك مقابل الثمن الذي يتفقان عليه وعلى كيفية سداده عند التعاقد أو مقسطا أو مؤجلا وفي حالة عدم اشتراط المستصنع (المشتري) على الصانع أن يصنع بنفسه فيجوز في هذه الحالة للصانع أن ينشئ عقد استصناع ثاني يعرف بالموازي لغرض تنفيذ التزامه في العقد الأول[4].

وتعتبر الاستصناع أحد أدوات الاستثمار الناجحة حيث يمكن تحويل عقود الاستصناع إلى سندات ذات استحقاقات متتالية خاصة في البنوك الإسلامية .

---

[1] . خضراوي نعيمة، إدارة المخاطر البنكية – دراسة مقارنة بين البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية – مذكرة ماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2009، ص62.

[2] .براضية حكيم، مرجع سبق ص36.

[3] .منذر قحف ، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية ، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب البنك الإسلامي للتنمية ،جدة، 1997،ص 47.

[4] .صادق راشد الشمري، أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص70.

**ج ـ أدوات التمويل الإسلامي قصير الأجل:**

حتى يكون للمصارف و المؤسسات المالية الإسلامية فرصة الاستفادة من المزايا الهائلة التي تتيحها الأسواق النقدية ، كان لابد من العمل على تطوير أدوات مالية إسلامية قصيرة الأجل لا تتضمن علاقة الدائنة و المديونية و في نفس الوقت تؤدي نفس الوظائف التي تؤديها الأوراق التقليدية ،لهذا كان من أهم ما يقترحه الخبراء و الفقهاء كأوراق مالية لتمويل القصير الأجل البديلة للسندات الربوية :سندات المرابحة (1)، سندات السلم (2).

1. **سندات المرابحة:**

سندات المرابحة تختص لتمويل عمليات المرابحة ،التي نعني بها ذلك العقد الذي بمقتضاه يعلن العميل عن شراء سلع أو معدات، فيتقدم للمؤسسة الإسلامية لشراء هذه السلع، وبعد أن تمتلكها المؤسسة تقوم ببيعها له بثمنها بالإضافة إلى ما تكبدته من تكاليف بشأنها بالإضافة إلى ربح معقول يتفق عليه الطرفان مع اتفاقهما على شروط السداد[1]. يتم تمويل هذه العملية وفقا للضوابط الشرعية عن طريق إصدار سندات المرابحة

2. **سندات السلم:**

في إطار إتمام عقود السلم التي يتم بموجبه دفع ثمن سلعة معينة في الحال على أن يتم استلام السلعة لاحقا، أي بموعد معين، ومن ثم فإن الثمن يدفع عاجلا والسلعة آجلا، أو هو بيع موصوف في الذمة ببدل يتم دفعه فورا[2]. يتم إصدار سندات السلم التي تعتبر أداة مالية بديلة لسندات الخزينة ، تطرحها الدولة للتحكم في حجم السيولة أو تغطية عجز مؤقت في موازنتها ومثالها سندات القرض الحسن التي بموجبها يتولى البنك تقديم مبلغا محددا من المال لفرد من الأفراد أو لأحد عملائه، ولو كان شركة أو حكومة، حيث يلتزم المقترض بإعادة المبلغ المقترض في تاريخ أو تواريخ ثابتة ومحددة وبدون فائدة مطلقا[3].

**ثانيا: الضوابط الشرعية للأدوات المالية الإسلامية**

إذا ما اتضحت أهمية استحداث أوراق مالية بديلة للسندات و الأسهم التقليدية ، فإن ذلك لن يتحقق بمجرد إصدار قرار إنشاء هذه الأوراق بإنشاء سوق مالية إسلامية؛ وإنما يجب تحقيق متطلبات النجاح متمثلة باستيفاء عدة أنواع من الشروط الأساسية الواجب توفرها ليس فقط في السوق المالي الإسلامي، وإنما في الأصول والأدوات والأوراق المالية المتداولة في السوق بما يراعي خصوصية هذه السوق، فليس كل أصل مالي، أو أداة، أو ورقة مالية صالحة للتعامل بها في السوق المالية الإسلامية ابتداء ؛ بل الواجب التحقق من كونها أدوات ملكية حقيقية، لا غش فيها، ولا

[1] . أحمد محمد المصري، غدارة البنوك التجارية والمصرفية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1998، ط1، ص ص 65-66.

[2] . فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، جدارا للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006، ص331.

[3] . براضية حكيم، مرجع سابق، ص.36.

خداع، تمثل قيمة عادلة، وهذه الأهداف لا تتحقق إلا بتوفر مجموعة من الشروط الكفيلة بنجاح السوق المالية الإسلامية بما يحقق المصداقية الشرعية، والربحية الاقتصادية، والكفاءة المهنية والفنية. ومن ثم ، فإن هذه الشروط يجب الوفاء بها من قبل الجهة المصدرة كالشركات مثلا، ومراعاة تحققها في الأدوات ذاتها. ويمكن بيان أهم الشروط والضوابط فيما يتم تداوله من أدوات تابعة لها على النحو التالي [1]:

1 – الإباحة الشرعية : أي أن تكون الأدوات المالية في السوق المالية الإسلامية (أسهم، صكوك، أذونات، سلع إذا كانت بورصة سلع، إلى غير ذلك) متوافقة مع الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولا.

2 – خلو التعاملات من الربا الذي حرمته الشريعة : إذ لم يبلغ من تغليظ أمر أراد الإسلام إبطاله ما بلغ من تغليظ الربا لما فيه من أكل لأموال الناس بالباطل وما يسببه من أضرار جسيمة ومدمرة للمجتمع اقتصاديا واجتماعيا وسياسيا، وهو سبب رئيسي لحدوث الأزمات والفساد المالي والإداري على مستوى محلي ودولي وأحد الأسباب الرئيسية لظاهرة التضخم، ويعرف الربا في الشرع على أنه "الزيادة في أشياء مخصوصة"[2]، وهو محرم بالكتاب والسنة والإجماع.[3] ويشترط لخلو السوق المالية الإسلامية من الربا أن تتم عقود المبادلات أو أسواق العملات وفقا للأحكام والضوابط الشرعية المتعلقة بأحكام الصرف وأحكام القبض، بحيث تتم خالية من كل أنواع الربا وعلى هيئات الرقابة الشرعية التدقيق للتأكد من خلوها من الربا كأن يتم التقابض قبل تفرق العاقدين سواء أكان القبض حقيقيا أو حكميا، وأن يتم التماثل في البدلين اللذين هما من جنس واحد ولو كان أحدهما عملة ورقية والآخر عملة معدنية.[4]

3 – موافقة الغرض من الأداة المالية وطريقة استغلالها واستثمارها مع الشريعة الإسلامية :وذلك من خلال تحديد الأغراض المسموح إصدار الأدوات المالية لأجلها، وتحديد مواصفات الغرض التي هي جزء من الشروط الشرعية، كأن يكون الغرض مباحا، وأن ينتج الغرض قيمة مضافة، وبالتالي لا تقبل السوق المالية الإسلامية إصدار صكوك وأدوات مالية لتغطية أغراض اقتصادية أو استثمارية غير محتاج لها أو غير مناسبة للوضع الحالي أو للمرحلة الاقتصادية الحالية، فإذا كانت مثلا دولة ما تمر بأزمة اقتصادية، فينبغي أن لا تقبل السوق إصدار صكوك لتمويل استيراد منتجات استهلاكية كمالية ليست ذات قيمة، في حين أن الدولة تحتاج لدعم قطاع الصناعة والقطاع العقاري وما إلى ذلك، لأن الغرض قد يتغير في

---

[1] رائد أبو مؤنس وخديجة شوشان ، مرجع سابق .

[2] المغني لابن قدامة (4/3). ط. القاهرة.

[3] أحمد موافي ، الضرر في الفقه الإسلامي، رسائل لنيل شهادة الماجستير، دار بن عفان، المجلد الأول، الطبعة الأولى، السعودية ،1997، ص 175.

[4] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية2007 ، ص: 5.

لحظة معينة، ففي دولة اقتصادية منتعشة وقوية لا مانع من استيراد المسليات والمرفهات وما إلى ذلك، لكن في ظل دولة اقتصادية لها مشكلة في دفع الرواتب لا نصدر أدوات مالية وصكوك تغطي هذا القطاع الكمالي، وهنا يأتي دور تحقيق الكفاءة الاقتصادية، لأنه يجب تخصيص الموارد للأكفأ.

4- يشترط في إصدار الأدوات المالية أن لا تكون لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح.[1]

5- تحديد الأدوات المالية الإسلامية المرخص إصدارها (الأسهم الجائزة شرعا، الصكوك الإسلامية، وحدات الصناديق الاستثمارية)، تحت اشراف هيئات رقابية إشرافية شرعية.

6- تحديد معيار كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية[2]، وللأدوات المالية التي يكون لها جانب إئتماني. بحيث تقوم الجهات المالية الإشرافية بتحديده، وتقوم الجهات المصدرة بتطبيقه، فيجب الاتفاق على النسبة التي لا يجب أن تتجاوزها نسبة السيولة النقدية عن الأصول الحقيقية، إذ ينبغي تحديد نسب معينة وينبغي أن يخصص لكل قطاع نسبة خاصة به مراعاة إلى أن بعض المؤسسات المالية والجهات المصدرة لأدوات المالية يكون تعاملها بالنقود أكثر كالمصارف الإسلامية، وبعضها بالحقوق غير الملموسة أكثر كالأسماء التجارية.

7- أن يتم اعتماد القيمة العادلة أساسا لإصدار الأدوات والأوراق المالية؛ خاصة عند إصدار الأسهم الجديدة لزيادة رأس مال الشركة بحيث يأخذ بالاعتبار القيمة العادلة للأسهم القديمة، والقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار مع الحرص على كون النسبة مقدرة تقديرا مناسبا.[3]

8- أن يتم مراعاة خصوصية الأدوات المالية إصدارا وتداولا، وذلك لاحتمال إمكانية كون الإصدار والتداول متعلق بالنقود والديون، أو الذهب والفضة، فلكل منها أحكامها الخاصة. فإن كانت موجودات الأدوات المالية نقودًا محضة يجب مراعاة أحكام الصرف عند تداولها، وإن كانت موجوداتها ديونًا محضة، فيجب مراعاة أحكام بيع الديون عند تداولها[4].

9- عدم تداول الأدوات المالية إلا إذا كانت تمثل ملكية حقيقية للأصول المالية المعبرة عنها.

---

[1] مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، ص ص: 211-216.

[2] مجلس الخدمات المالية الإسلامية، ، متطلبات كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية،، مسودة مشروع مترجمة عن اللغة الإنجليزية، ماليزيا، 2007،ص.ص: 9-20. من موقعه: www.ifsb.org.

[3] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2007)، *المعيار (21) و(12)*، *المعايير الشرعية*، ، البحرين، ص: 354.

[4] مجمع الفقه الإسلامي، (2010)، *البيان الختامي لندوة الصكوك الإسلامية* من موقعه: www.islamfeqh.com .

10ـ أن يتم تداول الأدوات المالية وفق قواعد أساليب الاستثمار والتمويل الإسلامي ، وبما يقلل المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية[1]، وبما يمنع المضاربة غير المشروعة (المقامرة)، وهذا في إطار المشتقات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حتى تكون هذه الأدوات أدوات ملكية المقصود منها التحوط وليس المضاربة والمقامرة، بالتالي يمنع إجراء التسويات النقدية لأن فيها إشارة ودلالة على أن المقصود مضاربة قمارية وليس المقصود من المشتقات التحوط ضد المخاطر المعتبرة في الاقتصاد أو التمويل الإسلامي.

11ـ أن يتم وضع الأسس المنظمة لعمليات التداول للأدوات المالية في السوق الإسلامية من قبل المخول لهم بالتعامل بأنماط البيوع القصيرة كالبيع على المكشوف، أو الآجلة حال وضع صيغ إسلامية تغطي الحاجة للتعامل بهذه الأنماط.

إلا أنه لا يمكن حصر هذه الشروط في النقاط المذكورة أعلاه فقط، بل يمكن أن تضع إدارة السوق المالية الإسلامية ما تراه مناسبا من القيود والشروط مراعاة للصالح العام.

**ثالثا : الوجه التنظيمي الإسلامي لعمليات السوق المالية الإسلامية : من حيث المتدخلين**

بما أن السوق المالية الإسلامية لا تعمل إلا في نطاق أحكام الشريعة الإسلامية وتنضبط في كل تعاملاتها وأدواتها بالشريعة الإسلامية، وهو ما يميزها عن مثيلتها من الأسواق المالية ، ونقصد بقيام سوم مالية إسلامية هو قيام سوق متفقة ومراعية لأحكام الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بنوعية المتعاملين في السوق و أساليب التعامل في إطاره .، حيث تتميز السوق المالية الإسلامية عن السوق المالي التقليدي من حيث مجال الوساطة (أ)و كذا ادارة الاستثمار (ب)

**أـ من حيث مجال الوساطة**

وفقا لما جاء في فتوى مجمع الفقه الإسلامي حول تنظيم تداول بعض الأسهم ،تعتبر شركة السمسرة من صناع السوق الإسلامية ، حيث لا يستطيع المستثمر عقد عمليات بيع أو شراء للأوراق المالية الإسلامية إلا من خلال شركة السمسرة ، التي تقوم بأعمال الوساطة بين البائع و المشتري في السوق المالية الإسلامية من خلال تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية و غيرها في ضوء الأوامر الواردة لهم من العملاء و طبقا للقوانين و التعليمات المنظمة لها نظير عمولة يتم الاتفاق عليها [2].

---

[1] علي، عبد الوهاب، و شحاتة، شحاتة، ، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الإسكندرية،الدار الجامعية، 2007،ص: 176.

[2] .حسين حسين شحاتة ، عصام أبو النصر ، الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العاملين في أسواق الأوراق المالية ، سلسلة بحوث و دراسات في الاقتصاد الإسلامي ، دار المنشورة ،ص08.

كما تتولى هذه الشركة القيام ببحوث و الدراسات التحليلات للوضع المالي للشركة المدرجة في السوق المالي،تقديم النصح و المشورة للمتعاملين حول كيفية استثمار أموالهم .، إدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية

إن فئة الوسطاء الماليين تلعب دوراً هاماً في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتعتبر وسيطاً بين وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقاً لأحكام الشريعة وهي خالية من عناصر محرمة شرعاً، وإحدى خدماتها هي توفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشترين عن كافة الأمور ذات الصلة بها

تعتبر أيضاً إحدى الخدمات الجوهرية المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهذه لضمان التزام أنشطة في هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية،ومن أهم أقسام خدمات الوساطة المتوفرة في هذا السوق ما يلي "Stockbroking" :

*السمسرة : يمكن تعريف السمسرة شرعاً بأنها الوساطة بين البائع والمشتري مقابل أجرة في غير عقد إجارة، والسمسار مسئول عن إتمام البيع والشراء في الأسهم المدرجة في البورصة كانت معروفة سابقاً بالصكوك الخاصة بالمديونية الإسلامية[1]

وفي التجربة الماليزية توفر بعض شركات السماسرة خدمة السمسرة الإسلامية "Services Stockbroking Islamic"،والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط، والتي تسمح بها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للتداول

تشترط البورصة الماليزية أن يتم التعامل في الأسهم المدرجة بواسطة السماسرة المقيدين بالبورصة، وذلك لأن المتعاملين في البورصة لا يعرف بعضهم بعضاً، بل يكفي أن يعطي العميل أمره إلى سمساره ليقوم بإجراء العمليات اللازمة حسب القوانين والأنظمة المقررة في قواعد أعمال البورصة الماليزية للأوراق المالية "Rules Business Malaysia Bursa" حيث وفرت هذه القواعد التعليمات العامة التي تتطلبها شركات السماسرة لتوفير خدمات السمسرة الإسلامية. والغرض الأساس لهذه الخدمات هو مساعدة المستثمرين المسلمين على التعامل في البورصة.[2]

**ب – من حيث إدارة الاستثمار**

إدارة الاستثمار عبارة عن أعمال الإدارة لمحفظة الأوراق المالية التي تديرها وتمارسها الشركات المحددة ذات المؤهلات والمواصفات المعينة لغرض الاستثمارات نيابة عن عملائها.

---

[1] .http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pd

[2]. (http://www.sc.com.my) Bank Islam Malaysia Berhad – BIMB Securities Sdn Bhd -1 PTB Securities -2 (http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pdf ):"stock-broker windows Rashid Hussain Securities -1 AM Securities -2 TA Securities-3

وهذه الشركات يتوافر فيها الصندوق الخاص لتوفير الموارد المالية من عملائها كالأفراد الذين يملكون من الأموال أكثر من 1 مليون رينجيت ماليزي، أو المؤسسات المعينة مثل صندوق التوفير للعاملين، والمؤسسات الحكومية الماليزية، وشركات صناديق الاستثمار و التي لديها من الأموال أكثر من 50 مليون رينجيت ماليزي .وفي هذه الحالة، تكون شركات إدارة الاستثمار مسئولة مسؤولية كاملة عنها لأن تستثمر مجموعة الموارد المالية من عملائها في مجال الاستثمارات المعينة. وتكون إدارة الصندوق " Manager Fund" 113 وسيطاً ووكيلاً عن عميله في تنفيذ كل الإجراءات المتعلقة بإدارة الاستثمار .وتركز صناديق إدارة الاستثمار الإسلامية في ماليزيا حالياً على أصحاب المدخرات الصغيرة حيث تتجمع من الأموال لتشكيل محافظ استثمارية وفق مبدأ التنويع الذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار، وتستثمر هذه الصناديق في مجال الاستثمارات المتوافقة مع الضوابط الشرعية، وعمل ودور هذه الصناديق فعلياً كالوسطاء أو الوكلاء للمدخرات. ودور إدارة الاستثمار في السوق الماليزي الحالي أشمل من هذه الصناديق[1].

[1] .هيئة الأوراق المالية الماليزية،2006،ص34

## خـــاتمـــــة :

بما أن الأسواق المالية هي أسواق حديثة العهد ،أدى هذا إلى وجود بعض التحديات التي أحاطه بأدواتها المالية و لذلك كان لابد من تطوير أدوات مالية جديدة تلبي التحولات الراهنة والمتوقعة في أسواق المال ، ومن بين هذه التحديات عجز المصارف الإسلامية و المؤسسات المالية الإسلامية عن استثمار فائض السيولة بالسرعة المناسبة ، حيث أن الأدوات القصيرة الأجل المتوافرة حاليا هي أدوات السوق النقدية ، من اذونات خزينة و شهادات إيداع، حيث تستطيع البنوك الإسلامية الاستعانة بها عند احتياجاتها للسيولة أو وجود فائض منها .

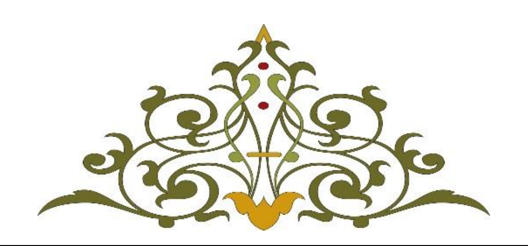
كما يتوقف تفعيل أدوات التداول في السوق الإسلامية على ضرورة إيجاد سوق مالية ثانوية للأوراق المالية ذات إطار شرعي ، أي يجب تطوير شهادات الإيجار وصكوك المضاربة ...الخ حتى تشكل مؤشرا معقولا على نجاح السوق الثانوية المنشودة .

حيث يمكن لنا القول بأن وجود سوق مالية إسلامية جزء من منظومة الاقتصاد الإسلامي ،و أن ابتكار الأدوات المالية الإسلامية ضرورة حتمية للمصارف الإسلامية ، حيث تحتاج المصارف الإسلامية دوما إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات و المنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة ، حيث استدعى ذلك إلى تطوير أدوات مالية إسلامية مستحدثة تخضع لضوابط شرعية وفق المنهج الإسلامي .

لكن إن كان الأمر من الناحية النظرية يسرا يتوقف على إيراد نصوص قانونية تضبط هذه الضوابط الشرعية في إدراج أدوات مالية جديدة وفقا للمنهج الإسلامي ،فالأمر يختلف من الناحية العملية حيث تفتقر الأسواق المالية خاصة الجزائرية الأسواق الثانوية حيث يمكن تفعيل تداول السيولة وفقا لهذه الأدوات ، حيث نجد بان المشرع قد أقحم بموجب نص تنظيم الصيرفة الإسلامية دون الاهتمام بالمسائل التفصيلية ما استبقى على سريان القواعد الربوية من حيث آليات تداول السيولة في السوق المالية إلى يومنا هذا .

❋ ❋ ❋



# دور الصكوك الإسلامية
# في التمويل عجز الموازنة العامة





# الصكـــوك الاســـلامية
# و دورها في تمويل عجز الموازنة العامة

أ.علي السائح حسين السائح - ليبيا
عضو هيئة تدريس بكلية الاقتصاد-جامعة سرت-ليبيا

**ملخص :**

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مفهوم العجز وأسبابه في الموازنة العامة، فضلاً عن التعريف بالصكوك الإسلامية وخصائصها وإظهار الدور الذي يمكن أن تؤديه في تمويل العجز في الموازنة العامة، وتحقيقاً لأهداف الدراسة استخدم المنهج الوصفي من خلال استعراض تجارب بعض الدول. وقد خلصت الدراسة إلى بعض النتائج أبرزها نجاح عدة دول في استخدام الصكوك الإسلامية كأسلوب لتمويل مشروعات البنية التحتية مما أسهم في تخفيف العبء المالي على الموازنة العامة، كما أصبحت الصكوك الإسلامية تمثل بديلا فعالا لوسائل التمويل القائمة من خلال التوسع في عملية الإصدار والتطبيق.

**الكلمات المفتاحية:** عجز الموازنة، الصكوك الإسلامية، الإيرادات العامة، المصروفات التقديرية.

## مقـــدمـــــة

تعد ظاهرة عجز الموازنة العامة للدولة من أبرز المشكلات التي تواجه معظم الدول، خاصة النامية منها، حيث أدى توسع دور الدولة في الحياة الاقتصادية إلى تزايد أهمية الدور الذي تمارسه الموازنة العامة في تحريك عجلة الاقتصاد القومي نحو التقدم والرفاه، وقد تطلب هذا التوسع اتجاه الدول نحو المزيد من النفقات العامة، مما ترتب عنه اتجاه الموازنة العامة لمعظم الدول نحو العجز. فتطلب البحث عن مصادر تمويل لمواجهة هذا العجز، ومن ثم اللجوء إلى أدوات وطرق تقليدية كان لها انعكاسات وآثار سلبية على الاقتصاد، لاسيما على المدى الطويل ولما كانت هذه الاساليب غير قادرة على مواجهة هذه الظاهرة، كان لابد من البحث عن أدوات مالية بديلة.

وعليه ظهرت العديد من الآراء التي تنادي بإحلال أدوات التمويل الإسلامي، محل الأدوات التقليدية . وتعد الصكوك الإسلامية، من أبرز تلك الأدوات الإسلامية ، التي يمكن استخدامها في

تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة، التي بينت مدى هشاشة النظام الرأسمالي الربوي، وجعلت من حكومات الدول الإسلامية وغيرها تفضل تغطية احتياجاتها المالية من خلالها.

**مشكلة الدراسة**

تعد الصكوك الإسلامية من الأساليب التي أثبتت فاعليتها ونجاحها في معظم الدول التي تبنتها، وعولت عليها في تغطية عجز الموازنة العامة، مما أعطى لهذا النوع من الأدوات أهمية كبيرة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية التي هزت دول العالم عام 2008، لذلك تعالت الأصوات على الصعيد الدولي مطالبة بضرورة الأخذ بالصكوك الإسلامية، كأداة تمويلية بديلة عن وسائل النظام التقليدي التي أدت إلى تزايد العبء على الموازنة العامة لارتفاع كلفتها من جانب، ومخاطرها من جانب آخر.

وتأسيسا على ما تقدم يمكن طرح إشكالية الدراسة في التساؤل التالي: ما مدى الدور الذي تقوم به الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة ؟

ويتفرع من هذا السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

1 - ما المقصود بعجز الموازنة العامة للدولة؟ وما أسبابه ؟
2 - ماهية الصكوك الإسلامية ؟ وما هي أنواعها ؟
3 - ما مدى الدعم الذي تقدمه الصكوك الإسلامية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة ؟

**أهداف الدراسة**

1- بيان مفهوم العجز وأسبابه في الموازنة العامة.
2- التعريف بالصكوك الإسلامية وخصائصها.
3- التعرف على أبرز الصكوك الإسلامية التي يمكن استخدامها في تمويل الموازنة العامة.
4- إظهار الدور الذي يمكن أن تمارسه الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة.

**أهمية الدراسة**

1 - أن الدراسة تتناول موضوعا مهما من مواضيع المالية الإسلامية، التي شهدت تطور وانتشارا واسعا مع بداية القرن الواحد والعشرين.
2 - تسليط الضوء على الدور الذي يمكن أن تمارسه الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة كبديل عن الأدوات التقليدية .
3 - الخروج ببعض النتائج التي قد تساعد متخذ القرار على اتخاذ القرارات التي من شانها أن تعمل على تخفيف العبء على الموازنة العامة للدولة، وجذب الاستثمارات .

**فرضيات الدراسة**

ترتكز الدراسة على فرضية فحواها: أن الصكوك الإسلامية لها دور في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

**منهجية الدراسة**

تماشيا مع طبيعة الدراسة وتحقيق اهدافها، تم الاعتماد على المنهج الوصفي باعتباره يتوافق مع طبيعة عرض موضوع الدراسة، لتوضيح الجوانب النظرية المتعلقة بالموضوع، ولتبيان الدور الذي تؤديه الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة.

**تقسيمات الدراسة**

تحقيقا لأهداف الدراسة، تم تقسم الدراسة إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: مفهوم عجز الموازنة العامة وأسبابه .

المبحث الثاني:مفهوم الصكوك الإسلامية وخصائصها.

المبحث الثالث: إسهام الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة.

**الدراسات السابقة**

توجد العديد من الدراسات التي ناقشت أهمية الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة ومن أبرز هذه الدراسات ما يلي:

1- **دراسة (خير الدين و رفيق،2012)**، بعنوان" الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية)، هدفت الدراسة إلى بيان الدور الذي يمكن أن تؤديه الصكوك الإسلامية في توفير التمويل اللازم للحكومات والشركات، وبالتالي مساهمتها في تمويل وتحقيق التنمية الاقتصادية وأسفرت نتائج هذه الدراسة عن صلاحية استخدام الصكوك الإسلامية في تعبئة وحشد الموارد المالية اللازمة ، وذلك لأنها متنوعة من حيث الآجال والصيغ.

2- **دراسة (امبيه، والتونسي،2017)**، بعنوان " مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة في ليبيا" هدفت الدراسة إلى التعرف على إمكانية الاستفادة من استخدام الصكوك للمساهمة في تمويل المشروعات التنموية في الاقتصاد الليبي بهدف الحد من العجز الذي تعاني منه الموازنة العامة . وخلصت نتائج هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها: أن الصكوك الإسلامية واحدة من بين حزمة من أدوات التمويل التي يمكن أن تعول عليها ليبيا في تمويل مشروعات التنمية

3- **دراسة (حواس،2014)**، بعنوان" كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة"، هدفت هذه الدراسة إلى إبراز الدور الذي يمكن أن تؤديه الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، وذلك باستعراض التجربة السودانية. وقد خلصت نتائج



هذه الدراسة إلى عدة نتائج كان من أبرزها: أن تنوع الصكوك الإسلامية يزيد من كفاءتها في تعبئة الموارد المالية اللازمة لتمويل عجز الموازنة العامة

4- **دراسة(الدماغ،2011)** بعنوان" الصكوك الإسلامية ودورها في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي"، هدفت هذه الدراسة على تصويب تطبيقات الصكوك الإسلامية والخروج من قصورها وضعف دورها من خلال دعم الموازنة العامة. وقد خلصت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج كان أبرزها: أن الصكوك الإسلامية أداة تمويلية مهمة و تصلح أن تكون بديلا عن الدين العام في معالجة عجز الموازنة العامة، وكذلك استخدامها لأغراض السياسة النقدية

5- **دراسة (داودي و كردودي،2014)**، بعنوان" كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة"، هدفت الدراسة إلى بيان الدور الذي يمكن أن تمارسه الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة. وبينت نتائج هذه الدراسة أن صيغ التمويل الإسلامي تتميز بالتنوع والشمول وتعمل على زيادة موارد الدولة، بحيث تناسب مختلف المجالات وتغطي سائر جوانب الاحتياجات التمويلية

6- **دراسة(شرياق رفيق،2017)**، بعنوان" معالجة العجز في الموازنة العامة وتمويل المشروعات التنموية بالاعتماد على الصكوك الإسلامية-مع الإشارة للتجربة السودانية" سعت هذه الدراسة إلى بيان الدور الذي يمكن للصكوك الإسلامية أن تلعبه في معالجة العجز في الموازنة العامة للدولة وتحقيق الأهداف التنموية من خلال تنمية المدخرات وتوجيهها لخدمة الاستثمارات الوطنية، وبالتالي توفير التمويل اللازم للحكومات والشركات، وقد أشارت نتائج هذه الدراسة إلى عدد من النتائج كان أبرزها: صلاحية استخدام الصكوك في سد فجوة الموارد الداخلية، ويرجع ذلك لتنوعها من حيث الآجل والصيغ .

7- **دراسة(موسى،2017)** بعنوان" تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة –السودان نموذجا"، سعت هذه الدراسة إلى التعرف على عجز الموازنة العامة ووسائل تمويلها التقليدية وبيان آثارها السلبية، فضلا عن التعرف على الصكوك الإسلامية مع بيان الفرق بينها وبين وسائل التمويل التقليدية ومدى مساهمتها في تمويل الموازنة العامة للاقتصاد الإسلامي، وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أبرزها كان: أن صكوك المشاركة قد سجلت مساهمة مرتفعة بلغت 37% من إجمالي التمويل في حين أن صكوك الاستثمار سجلت نسبة مساهمة متدنية بلغت 1% من إجمالي التمويل في عام 2015. وأن التجربة السودانية أكدت على أن الصكوك الإسلامية تعد بديلا مناسبا عن أدوات الدين العام في تمويل العجز التوازني .

## المبحث الأول:
## مفهوم عجز الموازنة العامة وأسبابه

قبل التطرق لعجز الموازنة العامة و توضيح أنواعه وأسبابه ، فقد يكون من المفيد توضيح المقصود بالموازنة العامة، التي تختلف باختلاف التشريعات السياسية و الاقتصادية.

**أولا: مفهوم الموازنة العامة.**

-تعريف الموازنة العامة في اللغة: يشير مصطلح الموازنة العامة من الناحية اللغوية إلى صيغة مفاعلة من الفعل (وازن). كما هو في حال القول وازنت بين الشيئين موازنة، ووازنه عادله وحاذاه، ووازن بين الشيئين معناها سوى وعادل.

ولعل إطلاق هذا اللفظ على الموازنة العامة يعني المعادلة والمساواة أو المقابلة بين شيئين هما الإيرادات العامة والنفقات العامة. أما معنى عامة فإنه لفظ مشتق من فعل(عم) بمعنى شمل: يقال:عمهم الأمر عموما أي شملهم. فالموازنة العامة تختص بالأموال العامة التي لا تختص بفرد دون آخر، بل هي لعموم الناس.[1]

-تعريف الموازنة العامة في الاصطلاح الاقتصادي: لم يتفق علماء المالية على تعريف واحد للموازنة العامة، مع أن تعريفاتهم تصب في نفس السياق والمضمون، ومن أبرز تلك التعريفات أنها " تقدير معتمد من طرف السلطة التشريعية المعتمدة للنفقات والإيرادات العامة للدولة خلال فترة زمنية معينة ، وهي عبارة عن وسيلة لتحقيق أهداف اقتصادية ومالية واجتماعية لفترة زمنية. فهي خطة مالية توضع سنويا وتتضمن عددا من البرامج والمشاريع التي سوف تنجزها الدولة خلال هذه الفترة الزمنية".[2] كما أن هناك من عرفها "بأنها تقدير مفصل ومعتمد من السلطة التشريعية لنفقات الدولة وإيراداتها عن فترة مقبلة عادة ما تكون سنة وتعمل على تحقيق الأهداف الاقتصادية التي تتبناها الدولة.[3] كذلك عرفها آخرون بأنها " خطة مالية للدولة قصيرة الأجل، تتضمن تقديرات للإيرادات والنفقات العامة عن فترة مقبلة عادة ما تكون سنة، ويتم المصادقة عليها من قبل السلطات التشريعية للدولة قبل البدء في تنفيذها وتعكس الأهداف الاقتصادية التي تتبنها هذه الدولة" [4].

---

[1] فريد أحمد غنام،" **إطار مقترح لإعداد وتطبيق موازنة البرامج والأداء في فلسطين**"، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة ، قسم المحاسبة والتمويل، رسالة ماجستير غير منشورة،غزة- فلسطين، ص18 .

[2] إبراهيم علي عبد الله وأنور العجارمة، "**المالية العامة**"، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ص 29 .

[3] حسين راتب ريان، " **عجز الموازنة وعلاجه في الفقه الإسلامي**"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن،ص87 .

[4] عبد الحكيم امبيه وعبد اللطيف التونسي،"**مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة التنموية في ليبيا**"، مجلة جامعة صبراتة العلمية، العدد الأول- يونيو، ص33

وبذلك يمكن القول بأن الموازنة العامة هي خطة مالية سنوية يتم إعدادها من قبل مختصين في الدولة، مبينا فيها مصروفات الدولة وإيراداتها التقديرية، خلال فترة قصيرة الأجل، يتم اعتمادها من قبل السلطات التشريعية في الدولة وتلزم بها وتكون مسؤولة عن تنفيذها.

وقد اختلف علماء المالية الإسلامية في شكل الموازنة في الإسلام ولكنهم لم يختلفوا في جودتها، كون الموازنة العامة لم تكن في فجر الإسلام على النحو المعروف في أيامنا هذه.

حيث ذهب فريق من المفكرين على أن الدولة الإسلامية لم تعرف الموازنة العامة كما هي في شكلها الحالي، ولكن مضمونها سائدا منذ عهد الرسول صلى الله عليه وسلم، بينما يرى فريق آخر أنه لا يمكن القول بوجود موازنة عامة شاملة للدولة الإسلامية في تلك الفترة ، حيث لم يكن هناك مقابلة دورية بين الإيرادات العامة والنفقات العامة لفترة زمنية محددة، ووثيقة واحدة توضح خطة تحصيل الإيرادات ودفع النفقات في أبوابها المحددة في خطة مسبقة.  في حين يرى البعض الآخر : إن الفكر المالي الإسلامي هو أسبق الأنظمة المالية إلى معرفة الموازنة  العامة سواء من حيث الفكر أو المضمون.[1] هذا وقد اعتبرا علماء المالية الإسلامية أن إعدادها أمر واجب، ويراعى في توزيعها الوفاء باحتياجات سائر أفراد المجتمع، ومما يعتبر من فروض الكفاية على الدولة. [2]

**ثانيا: مفهوم عجز الموازنة العامة**

-عجز الموازنة العامة في اللغة: يعني" الضعف" : فيقال عجز عن الشيء عجزا إذا ضعف ولم يقدر عليه".[3]

أما عجز الموازنة العامة في الاصطلاح، فيقصد به" قصور الإيرادات العامة المقدرة للدولة عن سداد النفقات العامة"[4]، كما يمكن تعريفها بأنه "الحالة التي يكون فيها الإنفاق العام أكبر من الإيرادات العامة، حيث تعجز الإيرادات العامة عن تغطية النفقات العامة"[5]. فالعجز بهذا المفهوم يعني أن مجموع حصيلة ما تنفقه الحكومة أكثر من مجموع حصيلتها من الإيرادات.

---

[1] هزرشي والأمين، " **دراسة مقارنة لتمويل عجز الموازنة العامة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي**"، ورقة بحثية قدمت في الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي الواقع والرهانات المستقبلية  المنعقد يومي 23-24/ 2/ 2011 بمدينة الجزائر، الجزائر،.ص3.

[2] زياد الدماغ، "**الصكوك الإسلامية ودورها في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي**"، مجلة الإسلام في آسيا، تصدرها جامعة الإسلامية العالمية، المجلد8، العدد1، ماليزيا، ص 48.

[3] داودي وكروداي، *"كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة"*، ورقة بحثية قدمت في المؤتمر الدولي حول : منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، المنعقد يومي 5 و6 / 5/ مايو بمدينة الجزائر- الجزائر،ص2.

[4] حسين  راتب ريان، *"عجز الموازنة وعلاجه في الفقه الإسلامي"*، مرجع سبق ذكره،ص92.

[5] عبد الحميد عبد المطلب، *"السياسات الاقتصادية على المستوى الاقتصاد القومي"*، منشورات مجموعة النيل العربية، القاهرة- مصر، ص77.

**ثالثا: أنواع العجز في الموازنة العامة**

تتعدد أشكال وصور العجز في الموازنة العامة ومن أبرزها ما يلي:

1- عجز متوقع من قبل السلطات المسؤولة: وهذا العجز يظهر بشكل واضح منذ بداية السنة وهو عجز يتضمنه قانون الموازنة.

2- عجز مؤقت: وينشأ نتيجة تغير الظروف المحيطة بالاقتصاد الوطني أثناء السنة المالية مما يؤدي إلى انخفاض الدخل القومي، كذلك يظهر هذا العجز في حالات الأزمات المالية التي تلجأ فيها الدولة إلى زيادة حجم نفقاتها من أجل حل الأزمة وبالتالي يحصل عجز في موازنتها العامة.

3- عجز دائم أو هيكلي: يعد هذا النوع من العجز في الموازنة العامة أكثر الأنواع خطورة، حيث يحتمل استمرار هذا العجز ما لم تتخذ الحكومات إجراءات لمواجهته والتغلب عليه. ويحدث هذا النوع من العجز نتيجة وجود خلل في بنيان الهيكل الاقتصادي للدولة، ويظهر في شكل عجوز مالية ضخمة متتالية لا تؤثر فيها مختلف الإجراءات التي قد تلجا إليها الدولة بغرض إعادة التوازن في موازنتها العامة.

**رابعا:أسباب العجز في الموازنة العامة**

تتعدد المؤثرات التي تساهم في إحداث العجز، فبعض هذه الأسباب يعود إلى التغيرات التي تحدث في النفقات العامة، وبعضها يعود إلى التغيرات الحاصلة في الموارد المالية العامة للدولة، والبعض الأخر يعزى إلى أسباب وظروف طارئة خارجة عن إرادة الدولة. وتتلخص أبرز هذه الأسباب فيما يلي:[1]

1- عدم مواكبة الإيرادات العامة للزيادة الحاصلة في النفقات العامة .

2- غياب سياسة الترشيد في الإنفاق العام وضعف كفاءته، حيث يغلب على الإنفاق العام طابع التبذير.

3- انتشار الفساد الحكومي، مما يتسبب في ضياع الكثير من مبالغ الإنفاق العام وتدني كفاءة تنفيذ المشاريع في مقابل المبالغ المنفقة عليها.

4- ارتفاع النفقات الجارية إلى إجمالي النفقات العامة، إضافة إلى نقص مصادر التمويل.

5- تزايد أعباء الديون الداخلية والخارجية واتخاذ الدولة لسياسات وإجراءات خاطئة في إطار معالجتها لهذه الديون.

---

[1] عبد الحكيم امبيه وعبداللطيف التونسي، *" مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة التنموية في ليبيا"*، مرجع سبق ذكره، ص40.

## المبحث الثاني:
## مفهوم الصكوك الإسلامية وخصائصها.

**أولا:مفهوم الصكوك الإسلامية.**

-مفهوم الصكوك لغة: "جمع صك، ويراد به: وثيقة بمال أو نحوه». وفي اللغة العربية يقال: صكه صكا أي ضربه بقوة ، وفي القرآن الكريم ﴿ فَصَكَّتْ وَجْهَهَا﴾[الذاريات:29]،أي لطمته تعجبا، ومن معانيه وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك ونحوه.".[1]

مفهوم الصكوك الإسلامية اصطلاحا: تعددت تعريفات الباحثين والهيئات والمجالس المتخصصة في الفقه الإسلامي للصكوك الإسلامية، حيث عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.[2] وعرفها مجلس الفقه الإسلامي بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.[3] كما عرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنها: حق ملكية نسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات، أو في موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري[4]. ويعرفها الدكتور أشرف دوابه بأنه: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة ومتساوية القيمة في موجودات معينة ومباحة شرعا، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم، والالتزام بالضوابط الشرعية.[5]

---

[1] أشرف دوابه، *"الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"* ، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة-مصر، ص13.

[2] المعايير الشرعية، *"هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية"*، معيار رقم(17)،المنامة- البحرين،ص288. نقلا عن أشرف دوابه،**"الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"**، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة-مصر، ص16.

[3] أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الرابعة، القرار الخامس، العدد الرابع، المجلد الثالث، جدة- السعودي، ص2059. نقلا عن أشرف دوابه،*"الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"*، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة-مصر، ص17.

[4] عادل عيد، *" الصكوك الإسلامية"*، جمعية النهوض بالأزهر وتطويره ،جامعة الأزهر، القاهرة- مصر، 2013.

[5] اشرف دوابة، *"الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"* ، مرجع سبق ذكره، ص20.

**ثانيا:خصائص الصكوك الإسلامية:**

الصكوك الإسلامية تشبه الأدوات الاستثمارية التقليدية في كثير من الأوجه من حيث عملية التنظيم والإصدار إلا أنها تحكمها ضوابط شرعية تميزها عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى. من أبرز هذه الخصائص ما يلي:[1]

1 -أنها صكوك **متساوية** القيمة تصدر باسم مالكها لإثبات حق مالكيها في الأصول والموجودات الصادر بموجبها.

2-أنها تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أعيانا أو منافع أو خدمات أو خليطا منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل دينا أو التزاما في ذمة مصدريها.

3 -الصكوك الإسلامية تصدر وفقا لضوابط وشروط وأحكام شرعية عامة وخاصة تنظم عملية إصدارها وتداولها.

4-تقوم الصكوك الإسلامية على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة وتحمل المخاطر بنسب ما يملكه حاملها أو مالكها من صكوك في المشروع.

**ثالثا:الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية**

1 - يمكن للبنوك المركزية استخدام الصكوك الإسلامية كأداة للسياسة النقدية بما يساهم في امتصاص السيولة ومن ثم تخفيض معدلات التضخم.

2 - للصكوك الإسلامية دور فعال في تنشيط وتطوير ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة الأوراق المالية من جهة واجتذاب المزيد من المتعاملين إلى تلك السوق من جهة أخرى.

3 - تساهم الصكوك الإسلامية في توفير السيولة اللازمة لتمويل مشروعات البنية الأساسية والمرافق الحكومية من خارج الموازنة العامة من خلال قيام جهات الإصدار بإصدار الصكوك بدلا من اللجوء إلى الاقتراض، مما يسهم في تخفيف العبء على الميزانية خاصة في حالة وجود عجز في الموازنة العامة للدولة.

4 - تساهم الصكوك الإسلامية في نمو الناتج المحلي الإجمالي من خلال جذب المدخرات وتعبئتها وتوجيهها نحو مجالات الاستثمار الحقيقية.

[1] نوال بن عمارة، *"الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير سوق السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية- البحرين"*، مجلة الباحث، عدد9، ص255.

## رابعا: أنواع الصكوك الإسلامية[1]

تتعدد الصكوك الإسلامية إلى عدة أنواع، لكن الصكوك الأكثر انتشارا واستخداما في تمويل عجز الموازنة يمكن تصنيفها إلى قسمين رئيسيين هما: صكوك قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول.

1- الصكوك القابلة للتداول هي صكوك تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع لذلك يمكن تداولها، ويمكن تصنيفها إلى الآتي:

1-1- صكوك المضاربة:"عرفها مجمع الفقه الإسلامي على أنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض(المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كلٍّ منهم" وتأخذ المضاربة عدة صور، وهي صكوك المضاربة المطلقة، وصكوك المضاربة المقيدة، صكوك المضاربة المستردة بالتدريج، صكوك المضاربة المستردة، صكوك المضاربة المستمرة.

1-2- صكوك الإجارة: وهي وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من طرف الملتزم بها لحامل الصك في وقت مستقبلي، وقد يتم إصدار صكوك الإجارة على صيغة إجارة أو مشاركة في الإنتاج .

1-3- صكوك المشاركة: هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها قصد استخدام حصيلة الاكتتاب فيها إنشاء مشروع ،أو تطويره مشروع قائم، أو نشاط وتصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك، وتدار على أساس عقد المشاركة. ولها عدة صور متنوعة مثل صكوك المشاركة الدائمة وصكوك المشاركة المحدودة وتكون نهايتها إما مستردة بالتدريج أو مستردة في نهاية المدة.

2-صكوك غير قابلة للتداول: وهي صكوك قائمة على الديون العينية، ومن ثم لا يجوز تداولها لأنها تفضي إلى تأجيل أحد البديلين. ومن أمثلة هذه الصكوك ما يلي:

2-1- صكوك السلم:هي صكوك متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

2-2- صكوك المرابحة:هي صكوك متساوية القيمة تصدر لغرض تمويل شراء سلعة المرابحة ، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحامل الصكوك.

2-3- صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة الغرض من إصدارها استخدام حصيلتها في تصنيع سلعة، وتصبح السلعة المصنوعة مملوكة لحامل الصكوك.

---

[1] أشرف دوابة، *"الصكوك الإسلامية"* ، مرجع سبق ذكره،ص29.

## المبحث الثالث:
## إسهام الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة

**أولا: تمويل العجز في الموازنة باستخدام الصكوك**

1-صكوك المضاربة والمشاركة: يمكن استخدام هذه الأساليب التمويلية لتغطية العجز في الموازنة العامة للدولة من خلال طرح سندات للمضاربة بدلا من سندات الخزانة للحصول على الأموال اللازمة لتمويل نفقاتها العامة، حيث يمكن اعتبارها الأداة المناسبة للمشاريع ذات الإيراد، مثل محطات الطاقة الكهربائية والموانى وغيرها، حيث يمكن للدولة إصدار كمية من الصكوك وطرحها للاكتتاب العام لتمويل المشروع، بحيث تشكل قيمة هذه الصكوك الأموال التي تحتاجها الدولة لتمويل المشروع، ويكون بإمكان الدولة شراء نصيب حملة الصكوك بالتدريج وفق برنامج زمني معين من خلال المشاركة المتناقصة[1]، كما فعلت تركيا في عام 1984 حينما أصدرت نوع من صكوك المشاركة المخصصة لبناء جسر البوسفور، وقد لاقى هذا الإصدار قبولا واسعا وقد استعملت حصيلة هذا الإصدار في بناء الجسر. وتعد صيغ المشاركة من أفضل الحلول في معالجة المشاكل التي يعاني منها القطاع العام، كما يمكن من خلالها إعادة تأهيل مؤسسات القطاع العام بدلا من خصخصتها وبيعها بأثمان منخفضة للقطاع الخاص.[2]

2-صكوك الإجارة: يستخدم هذا النوع من الصيغ التمويلية عادة لتمويل أصول معمرة، حيث يمكن في حالة قيام الدولة ببناء مبنى، فبدلا من امتلاكه تستطيع استئجاره بإصدار سندات إجارة بدلا من الاقتراض للحصول الأموال اللازمة. ويتم إنشاء المبنى ويكون مملوكا لحملة الصكوك و تتعهد باستئجار المبنى بمبلغ معين مدة من الزمن ثم تنتقل ملكيته في نهاية المدة للحكومة وبذلك تستخرج منه ما تحتاج إليه من منافع دون أن تتحمل الميزانية نفقاته.

3-صكوك المرابحة: تعتبر صكوك المرابحة أداة مناسبة لتمويل شراء الأصول، حيث يمكن أن تلجا الحكومة إلى استخدام صكوك المرابحة بغرض توفير مستلزمات الإنتاج من ألآت ومعدات وأجهزة وسلع وسيطة ومواد خام لدعم وتطوير الكفاءة الإنتاجية للاقتصاد وتسهيل تمويل بنود الموازنة العامة المتعلقة بشراء السلع والمعدات ووسائل النقل عن طريق المرابحة مع المصارف.[3]

---

[1] شرياق رفيق،**"معالجة العجز في الموازنة العامة وتمويل المشروعات التنموية بالاعتماد على الصكوك الإسلامية –مع الإشارة إلى تجربة السودان"**، مجلة الاقتصاد الصناعي،العدد13، ص 379.

[2] زواق الحواس،**" كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة"**، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية المنعقد يومي5-6/ مايو، الجزائر، ص 21

[3] شرياق رفيق،"معالجة العجز في الموازنة العامة وتمويل المشروعات التنموية بالاعتماد على الصكوك الإسلامية –مع الإشارة إلى تجربة السودان"، مرجع سبق ذكره، ص379.

4-صكوك السلم: يمكن تطبيق هذه الصيغة في التمويل الحكومي كأسلوب خاص لتمويل الخدمات وذلك من خلال تعاقد الحكومة مع آخرين على بيع سلعة أو خدمة لهم في المستقبل مقابل مبالغ تستلمها منهم حالا،من خلا إصدار صكوك برسوم الخدمة. وبالتالي تتعدد مجالات استخدامات هذا التمويل، فيمكن تمويل الموازنة للدولة خاصة العجز الصافي بدلا من التمويل التضخمي وكذلك تمويل موازنة بعض الهيئات العامة بدلا من تمويل هذا العجز بإظهاره في بنود الاستخدامات في باب التمويلات الرأسمالية.[1]

5-صكوك الاستصناع: برزت هذه الصيغة التمويلية في استثمارات المصارف الإسلامية الخليجية بشكل خاص، ويمكن استخدامها كأسلوب تمويلي إذا أردت الحكومة بناء مشاريع عمرانية أو تصنيع منتجات بموصفات خاصة وذلك بالاتفاق مع الشركة أو المصنع على الإنشاء أو الصنع مقابل دفع مبلغ مقدم والباقي يقسط على أقساط يتفق عليها. كما يمكن من جهة أخرى للحكومة إصدار صكوك استصناع للحصول على الأموال اللازمة من المواطنين المحتاجين للسكن والتعاقد معهم على إنشاء مساكن بموصفات محددة مقابل تسديد الثمن على دفعات.

**ثانيا: تطور حجم الصكوك في السوق المالية الإسلامية**

شهدت أسواق المال العالمية في الفترة الأخيرة إقبالا متزايدا على أدوات التمويل الإسلامي وذلك لما توفره هذه الأدوات من مرونة وتنوع في الأساليب، خاصة بعد أزمة عام 2008 قصد اتخاذها كبديل عن أدوات التمويل التقليدي التي يعتقد أن معظمها كان سببا في حدوث الأزمات المالية المتكررة التي يتعرض لها القطاع المالي والمصرفي.

وتعد الصكوك الإسلامية واحدة من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية بالنظر إلى ما تم تحققيه باستخدام هذه الأداة، وبالنظر إلى انتشارها وحجمها كونها أداة مالية حديثة، تمكنت من استقطاب المسلمون وغير المسلمون من حكومات و أفراد وشركات، حيث صار نصيب الدول الإسلامية أقل من نصيب الدول الغير إسلامية والذي وصل إلى 80 % من إصدارات الصكوك الإسلامية.[2]

شهد حجم إصدار الصكوك الإسلامية تطورا ملحوظا في السنوات السابقة لأزمة الرهن العقاري إذ ارتفعت من ما مقداره 1,172 مليون دولار أمريكي عام 2001 إلى 8,140 مليون دولار أمريكي عام 2004 لتسجل رقما قياسيا عام 2007 بنحو 50.041 مليون دولار أمريكي، ويعزى ذلك

---

[1] داودي وكروداي، "**كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة**"، مرجع سبق ذكره،ص8.

[2] سندس حميد موسى،"**تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة –السودان نموذجا**"، مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، العدد21، السنة الحادية عشر، ص942.

إلى ارتفاع أسعار النفط والنمو الاقتصادي السريع الذي حققته الدول العربية المصدرة للنفط عموما ودول الخليجي العربي خصوصا.

إلا أنه مع بداية الأزمة المالية العالمية وما صاحبها من تراجع في أسعار النفط ، تناقص إصدار الشركات وبصورة خاصة شركات منطقة الخليج العربي نتيجة عزوف المستثمرين بالقطاع الخاص، مما أثر سلبا على سوق الصكوك الإسلامية ليبلغ حجم إصدارها 24,337 مليون دولار أمريكي، ليعاود الارتفاع من جديد عام 2009 إلى نحو 38,030 مليون دولار أمريكي بنسبة نمو بلغت 34% مقارنة بعام 2007. وفي عامي 2011 و 2012 سجلت الصكوك ارتفاعا لتبلغ نحو 93,573 و137,599 مليون دولار أمريكي على التوالي بفعل التعافي الاقتصادي في الدول الإسلامية، فضلا عن التعافي النسبي في الأسواق العالمية وعودة الحركة الاقتصادي للقطاع الخاص. ثم انخفض الإصدار لهذه الصكوك إلى ما قيمته 135,870 مليون دولار أمريكي ليهبط بصورة كبيرة إلى نحو 60 مليون دولار أمريكي عام 2015 . وقد يعزى ذلك إلى هبوط مقدار الصكوك المصدرة من أكبر بلد مصدر لها وهي ماليزيا في النصف الأول من عام 2015 بسبب قرار المصرف المركزي الماليزي بتغيير إستراتيجيته بوقفً إصدار الصكوك الاستثمارية قصيرة الآجل، فضلا عن انخفاض إصدار الصكوك الخليجية نتيجة انخفاض أسعار النفط وارتفاع الدولار الأمريكي وكانت البحرين من أكثر الدول تضرر من هبوط أسعار النفط لتنخفض الصكوك المصدرة منها بنسبة 10%. ثم عاود ت الصكوك الارتفاع عام 2016 بنسبة زيادة قدراها 44% مقارنة مع عام 2015.

**ثالثا: ترتيب الدول المصدرة للصكوك**

يلاحظ من الجدول (2) أن ماليزيا تأتي في المقدمة بنسبة 47% من حيث حجم إصدار للصكوك الإسلامية. وتعتبر ماليزيا من أكثر الدول دعما لخلق سوق للصكوك بالعملة المحلية من خلال توفير القوانين والتشريعات المصرفية، فضلا عن توفر أسواق رأس مال داعمة لذلك. لتحتل الإمارات والسعودية المرتبة الثانية والثالثة وبنسبة 16.8 % و10.8% على التوالي، ثم أندونيسيا6.8%، فالبحرين بنسبة 5.5% ثم قطر بنسبة 3.7%. بينما سجلت الكويت وباكستان وتركيا نسبة متدنية في حجم الإصدارات إذا بلغت 3% و2.5% و2.5% على التوالي. وتأتي عمان في ذيل الترتيب بنسبة1.5%.



جدول (1) إصدار الصكوك الإسلامية ومعدل نموها للفترة (2001–2016)

| السنوات | قيمة الإصدار مليون دولار أمريكي | معدل النمو% |
|---|---|---|
| 2001 | **1,172** | --- |
| 2002 | **1,371** | 16.9 |
| 2003 | **7,207** | 425.6 |
| 2004 | **9,466** | 31.3 |
| 2005 | **14,008** | 48.1 |
| 2006 | **33,607** | 139.9 |
| 2007 | **50,041** | 48.9 |
| 2008 | **24,337** | -51.3 |
| 2009 | **38,070** | 56.4 |
| 2010 | **53,125** | 39.5 |
| 2011 | **93,573** | 76.1 |
| 2012 | **137,599** | 47 |
| 2013 | **135,870** | -1.2 |
| 2014 | **106,960** | -21.2 |
| 2015 | **60,693** | -43.2 |
| 2016 | **88,279** | 44 |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: IIFM Sukuk Report (6 the Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market 2017,pp22

جدول(2):حجم إصدار الصكوك الإسلامية في الدول المختلفة
ونسبته من حجم الإصدار العالمي لعام2016

| الدولة | حجم الإصدار بالمليون دولار | النسبة % |
|---|---|---|
| ماليزيا | **18.797** | **%47** |
| الإمارات | **6.752** | **%16.8** |
| السعودية | **4.319** | **%10.8** |
| اندونيسيا | **2.725** | **%6.8** |
| البحرين | **2.200** | **%5.5** |
| قطر | **1.480** | **%3.7** |
| الكويت | **1.209** | **%3.04** |
| باكستان | **1.000** | **%2.5** |
| تركيا | **1.000** | **%2.5** |
| عمان | **590** | **%1.5** |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: https://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2016-12-21-1.2802095

**رابعا: تجارب بعض الدول في تمويل العجز في الموازنة العامة باستخدام الصكوك الإسلامية**

تتعدد وتتنوع الصكوك الإسلامية من حيث الاستخدام وحسب نوع الصك، فقد استخدمت في تمويل العديد من المشاريع التنموية الحكومية المختلفة في العديد من الدول الإسلامية لكونها سهلة الإصدار والتداول فضلا عن قلة المخاطر التي تواجه غيرها من الأوراق المالية.

وتعد ماليزيا أكبر سوق للصكوك، حيث تأتي في المرتبة الأولى عالميا من حيث إصدار الصكوك، إذ تمتلك ما نسبته 47% من القيمة الإجمالية للصكوك مع نهاية 2016. هذا وقد حققت التجربة الماليزية نجاحا كبيرا من حيث إصدار الصكوك لتمويل مشاريع البنية التحتية والمشاريع الصغيرة، إذ تم تمويل نحو 75 % من هذه المشاريع من خلال إصدار الصكوك العالمية[1].

بدأت سوق الصكوك في ماليزيا سنة 1996 من خلال شركة الرهن العقاري الوطنية الماليزية، ومن ثم تتابع إصدار الصكوك، ففي سنة 1997 أصدرت شركة الخزانة الاستثمارية التابعة للحكومة الماليزية ما قيمته 750 مليون دولا أمريكي ولمدة خمس سنوات. وفي سنة 2004 أصدرت ولاية سرواك الماليزية صكوك إجارة بقيمة 350 مليون دولار أمريكي ولمدة خمس سنوات بهدف تجميع أموال لاستخدامها في تطوير مشاريع تنموية متنوعة، وفي السنة نفسها أصدرت صكوك استصناع بقيمة 425 مليون رنقت ماليزي تمتد مدتها ما بين (10-3) سنوات بغرض إنشاء مشروع صحي .كما أصدرت في العام نفسه أيضا صكوك استصناع بقيمة 1.130 مليار رنقت ماليزي لاستخدام حصيلتها في إنشاء طريق يمتد من الشمال إلى الجنوب ولمدة تصل إلى عشرين سنة وتعطي عائدا يدفع كل ستة أشهر[2]. وفي سنة 2008 أصدر مصرفي (بيرهاد الإسلامي) و( بيرهارد الاستثماري) صكوكا متعددة الأغراض (مضاربة بقيمة 118مليون دولار أمريكي) و(إجارة بقيمة 94 مليون دولار أمريكي) لمدة أربعين عاما بموجب عقد امتياز حملت فيه الحكومة الماليزية، شركة بروجيك لينتازين بيرهاد مسؤولية الإدارة والتصميم والإنشاء والصيانة. كذلك يعد مطار كوالالمبور نموذجا شهيرا للمشروعات التي قامت على فكرة الصكوك الإسلامية في ماليزيا، حيث تم إصدار صكوك مدتها عشر سنوات وبيعها ثم شراء هذه الصكوك من قبل الدولة مرة أخرى في نفس اللحظة وبنفس القيمة لإعادة ملكيته للدولة ولكن بعد عشر سنوات تذهب فيها عائدات المطار لحملة الصكوك، وخلال هذه الفترة تمكنت الدولة من أن تستخدم الأموال المحصلة وقدرها 100 مليار دولار أمريكي في مشاريع تنموية خاصة في مجال البنية التحتية[3].

---

[1] فالح نغيمش لزبيدي، **"الصكوك الإسلامية تطورها ودورها في عمليات التمويل"**، مجلة الدنانير ، العدد العاشر، 157.

[2] عبد الحكيم امبيه وعبد اللطيف التونسي، **" مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة التنموية في ليبيا"**، مرجع سبق ذكره، ص 46.

[3] حسين عثماني وخولة مناصرية، **" أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية – تجارب عربية وعالمية مختارة"**، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد13، العدد3، ص385.

أما دولة الإمارات فقد احتلت المرتبة الأولى عربيا والثانية عالميا من حيث إصدار الصكوك الإسلامية، حيث امتلكت ما نسبته 16% من القيمة الإجمالية العالمية للصكوك مع نهاية 2016، وهذه المرتبة جاءت نتيجة الإصدارات الكبيرة التي طرحتها شركات ومؤسسات حكومية وشبه حكومية، استحوذ فيها قطاع الخدمات المالية والتطوير العقاري على النصيب الأكبر من هذه الإصدارات، وكانت من أبرز الصكوك المصدرة صكوك استخدمت لتمويل مؤسسة الموانئ والجمارك والمنطقة الحرة في دبي بمبلغ تجاوز 2.8 مليار دولار أمريكي، كان من بينها صكوك إجارة بقيمة مليار دولار أمريكي لتطوير وتوسعة مطار دبي تم تغطيتها بالكامل.

كما أصدرت الهيئة العامة للطيران المدني في السعودية مضمونة من قبل وزارة المالية السعودية بقيمة 7,2 مليار دولار أمريكي لاستخدامها في إنشاء مطار الملك عبد العزيز بجدة، كما أصدرت الشركة السعودية للكهرباء صكوك بقيمة 1،75 مليار دولار لاستخدامها في مشروعات الطاقة الكهربائية.

وتعد البحرين رائدة في مجال إصدار صكوك الإجارة، وصكوك السلم، فقد بلغت حصتها من جملة الإصدارات العالمية 5.5٪ نهاية عام 2016، كان أهمها إصدار صكوك التأجير المرتبطة بمطار البحرين الدولي، كما أصدرت مؤسسة النقد البحرينية صكوك سلم ساهمت في امتصاص السيولة التي كانت فائضة عن حاجة المصارف.

أما قطر فقد أصدرت شركة قطر العالمية للصكوك التابعة للحكومة القطرية صكوك إجارة بقيمة 700 مليون دولار أمريكي لتمويل إنشاء مدينة حمد الطبية.

وكذلك تركيا أصدرت في سنة 1984 صكوك مشاركة متناقصة بمبلغ 200 مليون دولار، خصصت لتمويل بناء جسر على مضيق البوسفور.

كما لجأت الكويت إلى إصدار الصكوك الإسلامية كأحد خيارات تمويل عجز الموازنة العامة للدولة عام2015 ، حتى لا تتوقف فيها المشاريع التنموية نتيجة تراجع إيرادات النفط إثر انهيار أسعاره.

## النتائج والتوصيات

**أولا: النتائج**

1- الموازنة العامة هي خطة مالية سنوية يتم إعدادها من قبل مختصين في الدولة، مبينا فيها مصروفات الدولة وإيراداتها التقديرية، خلال فترة قصيرة الأجل، يتم اعتمدها من قبل السلطات التشريعية في الدولة وتلزم بها وتكون مسئولة عن تنفيذها.

2- إن أسباب العجز في الموازنة العامة، تعود إلى التغيرات التي تحدث في النفقات العامة، وبعضها يعود إلى التغيرات الحاصلة في الموارد المالية العامة للدولة، والبعض الأخر يعزى إلى أسباب وظروف طارئة خارجة عن إرادة الدولة.

3- الصكوك الإسلامية هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة ومتساوية القيمة في موجودات معينة ومباحة شرعا، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم، والالتزام بالضوابط الشرعية

4- أصبحت الصكوك الإسلامية تمثل بديلا فعالا لوسائل التمويل القائمة من خلال التوسع الذي عرفته عمليات تطبيقاتها وإصدارتها

5- تتعدد الصكوك الإسلامية إلى عدة أنواع، إلا أن صكوك المضاربة والمشاركة والإجارة والسلم والاستصناع والمرابحة تعد الأكثر انتشارا واستخداما في تمويل عجز الموازنة.

6- ارتبط إصدار الصكوك في البلدان المصدرة للنفط بإيرادات النفط ومعدلات النمو في الاقتصاد العالمي.

7- نجاح عدة دول في استخدام الصكوك الإسلامية كأسلوب لتمويل مشروعات البنية التحتية أسهم في تخفيف العب المالي على الموازنة العامة للدولة.

8- يعزى نجاح تجربة الصكوك الإسلامية في العديد من الدول وعلى رأسها ماليزيا إلى مجموعة من العوامل أبرزها الأطر القانونية والبيئة التنظيمية.

**ثانيا: التوصيات**

1- على الدول الإسلامية الأخذ بالتجارب الرائدة كالتجربة الماليزية والإماراتية والاستفادة منها كأداة لتمويل مشاريع التنمية وكبديل مناسب عن أدوات الدين العام ذات الالتزامات الثابتة لما لها من انعكاسات سلبية على الاقتصاد الوطني لاسيما في المدى البعيد.

2- العمل على نشر الوعي الثقافي بالصكوك الإسلامية وإبراز الدور الذي يمكن أن تقوم به في استقطاب المدخرات وتعبئة الموارد المالية للمساهمة في تمويل أو تخفيف العبء على الموازنة العامة للدولة.

# المـــــراجـــــــــع

## أولا: المراجع العربية

1- إبراهيم علي عبد الله وأنور العجارمة، **"المالية العامة"**، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2000.

2- أشرف دوابه،**"الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"**، دار السلام للطباعة والنشر و التوزيع والترجمة، القاهرة - مصر،2009.

3- حسين راتب ريان،**"عجز الموازنة وعلاجه في الفقه الإسلامي"**، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 1999.

4- حسين عثماني وخولة مناصرية،**" أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية- تجارب عربية وعالمية مختارة"**، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد13، العدد3، 2017.

5- داودي وكروداي، **"كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة"**، ورقة بحثية قدمت في المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، المنعقد يومي 5 و6 /5/ مايو بمدينة الجزائر- الجزائر،2014.

6- زواق الحواس،**" كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة"**، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية المنعقد يومي 5-6/مايو، الجزائر،2014.

7- زياد الدماغ،**"الصكوك الإسلامية ودورها في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي"**، مجلة الإسلام في آسيا، تصدرها جامعة الإسلامية العالمية، المجلد8، العدد1، ماليزيا،2011.

8- سندس حميد موسى،**"تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة – السودان نموذجا"**، مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، العدد21، السنة الحادية عشر،2017.

9- شرياق رفيق،**"معالجة العجز في الموازنة العامة وتمويل المشروعات التنموية بالاعتماد على الصكوك الإسلامية –مع الإشارة إلى تجربة السودان"**، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد13، 2017.

10- عادل عيد،**" الصكوك الإسلامية"**،جمعية النهوض بالأزهر وتطويره، جامعة الزهر، 2013.

11-عبد الحكيم امبيه وعبد اللطيف التونسي،**"مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة التنموية في ليبيا"**، مجلة جامعة صبراتة العلمية، العدد الأول،2017.

12-عبد الحميد عبد المطلب، **"السياسات الاقتصادية على المستوى الاقتصاد القومي"**، منشورات مجموعة النيل العربية، القاهرة- مصر،2003.

13-فالح نغيمش لزبيدي، **"الصكوك الإسلامية تطورها ودورها في عمليات التمويل"**، مجلة الدنانير،العدد العاشر،2017.

14-فريد أحمد غنام،"**إطار مقترح لإعداد وتطبيق موازنة البرامج والأداء في فلسطين**"، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، رسالة ماجستير غير منشورة، غزة- فلسطين، 2006.

15-نوال بن عمارة،"**الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير سوق السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية- البحرين**"، مجلة الباحث، عدد9، 2011.

16-هزرشي والأمين،" **دراسة مقارنة لتمويل عجز الموازنة العامة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي**"، ورقة بحثية قدمت في الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي الواقع والرهانات المستقبلية المنعقد يومي 23-2/24/ بمدينة الجزائر، الجزائر، 2011.

## ثانيا:المراجع الأجنبية:

1- IIFM Sukuk Report (6 the Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market 2017,pp22.



# الصكوك المالية الإسلامية
# ودورها في تمويل الموازنة العامة للدولة

أ.محمد إبراهيم قطان- سوريا
باحث دكتوراه اقتصاد وتمويل إسلامي-جامعة صباح الدين زعيم، تركيا

**ملخص**

تناول هذا البحث تمويل الصكوك المالية الإسلامية لعجز الموازنة العامة للدولة وكانت مشكلة البحث تتمحور في مدى قيام الصكوك بتمويل عجز الموازنة العامة، وسد احتياجات هذه الموازنة.

وقد تم التطرق إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بالصكوك المالية الإسلامية والموازنة العامة، مع بيان خصائص وأنواع الصكوك التي يمكن بها دعم مشاريع الدولة، وبيان الاحتياجات التمويلية للموازنة العامة، والفرق بين الاقتصاد الإسلامي وغيره في تمويل عجز الموازنة.

وقد تم توضيح دور الصكوك الإسلامية في تنمية مشاريع البنية التحتية ومعالجة قصور التمويل الحكومي، وقيام الصكوك كبديل عن قروض بنك وصندوق النقد الدوليين، وعرض نماذج من الصكوك التي يمكن بها تمويل مشاريع الدولة.

وقد خلص البحث إلى نتائج هامة، منها: صلاحية استخدام الصكوك المالية الإسلامية كبديل لأدوات الدين العام، من صندوق النقد الدولي أو البنك الدولي أو غيره، وأن الصكوك تساهم في استقطاب رؤوس الأموال من الخارج، وأنها من أهم أدوات تغطية العجز في الميزانية العامة، وهي مفيدة لتمويل البنية التحتية والمشروعات التنموية الكبرى، وأن صكوك التمويل القائمة على المبادئ الإسلامية كفيلة بتشجيع توجيه فوائد القطاع الخاص نحو تمويل عجز الميزانية العامة.

وقد أوصى الباحث بضرورة العمل على استخدام الصكوك الإسلامية بدلاً من أدوات الدين العام، وسن التشريعات القانونية والتعليمات التي تنظم عملية التصكيك، وضرورة توجيه الدول نحو الصكوك المالية الإسلامية، والاستمرار في نشر ثقافة الصكوك الإسلامية في أوساط المجتمعات وبيئات الأعمال.

والله ولي التوفيق،

بسم الله الرحمن الرحيم

**المقــدمــة**

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين وبعد:

فإن الله تعالى نظم العلاقة بينه وبين عباده بتشريع العبادات، ونظم العلاقات للناس فيما بينهم بتشريع المعاملات، فجاءت أحكام المعاملات الشرعية نظاماً بديع السبك والاتزان، واضح الهدف والغاية، ترمي إلى ما فيه صلاح الفرد والمجتمع، وترفع الظلم والاستغلال والاحتكار، وترسي قواعد العدل والكسب الحلال الطيب.

وإن حكمة الله سبحانه اقتضت أن يوجد إلى جانب كل أمر محرم بديل يحقق الغرض بعيداً عن الأضرار التي تقترن بذلك المحرم، فتحريم الربا مقترن بتحليل البيع، قال الله تعالى (**وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا**) [البقرة:275]، وتحريم السندات باعتبارها قروضاً ربوية يمكن الاستعاضة عنه ببديل مناسب يقوم على قاعدة الغنم بالغرم.

إن إيجاد البدائل من الضرورات الشرعية والاقتصادية؛ لإخراج المسلمين من عموم دائرة المعاملات المحرمة، ولجذب أموالهم الموضوعة في الاستثمار بالسندات المحرمة، للاستفادة منها في الازدهار والتنمية الاقتصادية.

ومن تلك الصيغ البديلة للسندات المحرمة صكوك الاستثمار بأنواعها المختلفة، وهذا ما ستتم دراسته في هذا البحث.

**أهمية البحث:**

تكتسب هذه الدراسة أهميتها مما يلي:

1. انتشار الصكوك في العالم وإحداثها نقلات نوعية لبعض الأنظمة الاقتصادية.
2. الحاجة إلى الاعتماد على الصكوك في الأنظمة الاقتصادية.
3. ضرورة تفعيل الصكوك بشكل حقيقي لإحداث التنمية والنهوض بالميزانية العامة للدولة.

**مشكلة البحث:**

إن انتشار الصكوك الإسلامية بأنواعها ومميزاتها التنموية، ودخولها إلى معظم الدول، وحلولها كبديل جيد عن السندات، أعطاها صفة شرعية وقانونية، مما دفع إلى طرحها في الأسواق المالية للاستثمار والقيام بالمشاريع الحكومية، والنهوض بالميزانية العامة للدولة، ومن هنا كانت مشكلة البحث كما يلي:

1. ما مدى قيام الصكوك المالية الإسلامية بتمويل الموازنة العامة للدولة؟
2. ما دور الصكوك المالية الإسلامية في تمويل المشاريع الحكومية؟
3. ما دور الصكوك المالية الإسلامية في سد احتياجات الموازنة العامة للدولة؟

وفي هذا البحث سيتم توضيح مدى فعالية الصكوك الإسلامية والإجابة على هذه الأسئلة إن شاء الله تعالى.

**أهداف البحث:**

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

1. معرفة الصكوك المالية الإسلامية وبيان خصائصها وأنواعها.
2. معرفة الموازنة العامة للدولة واحتياجاتها.
3. معرفة دور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة للدولة.
4. معرفة أنواع الصكوك التي يمكن بها تمويل الموازنة العامة للدولة.

**الدراسات السابقة:**

1. (**الصكوك الإسلامية ودورها في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي**)، لزياد الدماغ، ، بحث منشور في مجلة الإسلام في آسيا، المجلد: 8 ، العدد: 1 ، الجامعة الإسلامية العالمية – ماليزيا، 2011م، وتم التطرق في البحث إلى الصكوك وأنواعها، والموازنة العامة واحتياجاتها، لكن غلب عليه شرح وإيضاح أنواع الصكوك، دون التوسع في بيان دورها في دعم الموازنة العامة.
2. (**الصكوك الإسلامية السيادية كأداة لتمويل المشاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة**)، لمختار بونقاب، وزواويد لزهاري، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الآليات الجديدة لتمويل التنمية الاقتصادية نحو تمويل مستدام للتنمية في الجزائر يومي 25 و 26 أبريل 2018 بجامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل الجزائر، وتم التطرق في البحث إلى دور الصكوك في دعم الموازنة العامة للدولة باختصار، إلا أنه غلب عليه بيان الأمثلة في الصكوك عند معظم الدول.
3. (**عجز الموازنة العامة ورؤى وسياسات معالجته**)، لسالم عبد الحسين سالم، بحث مقدم إلى مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية العدد: 68، المجلد 18، سنة 2013، وقد عرف بالموازنة العامة في البحث وبين احتياجاتها، وذكر دور الصكوك في دعمها، إلا أن هذا البحث غلب عليه الجانب الاقتصادي دون الشرعي، بالإضافة إلى أنه ركز على دولة العراق دون غيرها.

**منهجية البحث:**

استقراء ما كتب عن الصكوك المالية الإسلامية في كتب الاقتصاد الإسلامي، مع وصفها ووصف أنواعها، وتحليل محتوياتها.

**جديد البحث:**

جمع وتحليل ما كتب حول الصكوك المالية الإسلامية من الناحية التنموية التي يمكن من خلالها دعم الموازنة العامة للدولة، وذلك بقصد تسهيل الاستفادة من الاقتصاد الإسلامي، وإعطاء نتائج عن مدى دعم الصكوك الإسلامية للميزانية العامة للدولة.

**خطة البحث:**

- **المقدمة:**
- **المبحث الأول**: مفهوم الصكوك وبيان خصائصها وأنواعها، وفيه ثلاثة مطالب:
  - المطلب الأول: مفهوم الصكوك.
  - المطلب الثاني: بيان خصائص الصكوك.
  - المطلب الثالث: بيان أنواع الصكوك.
- **المبحث الثاني**: الموازنة العامة وبيان احتياجها إلى الصكوك لتلافي العجز، وفيه خمسة مطالب.
  - المطلب الأول: مفهوم الموازنة العامة.
  - المطلب الثاني: عجز الموازنة العامة.
  - المطلب الثالث: الاحتياجات التمويلية للموازنة العامة.
  - المطلب الرابع: إصدار الصكوك وفقاً للاحتياجات التمويلية.
  - المطلب الخامس: صيغ تمويل عجز الموازنة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي.
- **المبحث الثالث**: دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، وفيه ثلاثة مطالب:
  - المطلب الأول: دور الصكوك في تنمية مشاريع البنية التحتية.
  - المطلب الثاني: دور الصكوك في معالجة قصور التمويل الحكومي.
  - المطلب الثالث: دور الصكوك كبديل عن قروض بنك وصندوق النقد الدوليين.
- **المبحث الرابع**: نماذج من الصكوك الإسلامية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة، وفيه ستة مطالب:
  - المطلب الأول: صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية ودورها في تمويل احتياجات الدولة.
  - المطلب الثاني: تمويل مشاريع الدولة بصكوك الإجارة.
  - المطلب الثالث: تمويل مشاريع الدولة بصكوك السلم.
  - المطلب الرابع: تمويل مشاريع الدولة عن طريق صكوك المرابحة.
  - المطلب الخامس: تمويل مشاريع الدولة عن طريق صكوك الاستصناع.
  - المطلب السادس: تمويل مشاريع الدولة عن طريق صكوك الوقف.
- **النتائج والتوصيات**
- **الفهارس**

## المبحث الأول

## مفهوم الصكوك وبيان خصائصها وأنواعها

وفيه ثلاثة مطالب:

تعد الصكوك من الأدوات التمويلية الهامة في الاقتصاد الإسلامي، حيث إنها توفر السيولة اللازمة للمؤسسات المالية وللحكومة، وتساعد على النهوض بالاقتصاد نظرياً وعملياً، وتعمل على إثراء سوق المالية الإسلامية، كما أنها تخفف وربما تحدُّ من الديون التي تعاني منها كثير من الدول، وأبدأ في المطلب بالتعريف بها وبيان خصائصها وأنواعها ودورها في الاقتصاد.

### المطلب الأول : مفهوم الصكوك

**أولاً**: الصك لغة: الكتاب الذي يكتب في معاملة ما للعهدة، يقال: صك وصكوك وصكاك، وكانت الأرزاق ـ الرواتب ـ تسمى صكاكًا، لأنها كانت تخرج مكتوبة[1].

**ثانياً**: الصك اصطلاحاً: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، وقد يطلق على الصك اسم: " صكوك الاستثمار " تمييزاً لها عن الأسهم والسندات التقليدية[2].

وعرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية الصكوك بأنها: شهادات تمثل حقاً لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعات مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة، ويشار إليها عادة بالسندات الإسلامية[3].

وعرفها الدكتور أشرف دوابه بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة ومتساوية في موجودات معينة ومباحة شرعا، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم، والالتزام بالضوابط الشرعية[4].

ويمكنني هنا اعتماد تعريف الدكتور دوابه لشموله ووضوحه وإيجازه.

---

[1] أحمد رضا، مادة: " صكك " معجم متن اللغة (3/ 475)، الناشر: دار مكتبة الحياة – بيروت.

[2] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم ( 17 )، صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 1331 ه/ 0212 م، (288).

[3] مجلس الخدمات المالية: مسودة مشروع متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، يناير 2009، (ص:3).

[4] الصكوك: للدكتور أشرف محمد دوابة، (ص:19،20).

**المطلب الثاني : بيان خصائص الصكوك**

تعد صكوك الاستثمار ورقة مالية تتفق مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم والإصدار، إلا أنها تتميز بجملة من الخصائص التي لا بد من توافرها حتى يكون إصدارها وتداولها والأرباح المتحققة منها موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية من جهة، ومحققة للغرض من إصدارها من جهة أخرى، ومن هذه الخصائص ما يأتي:

1- الصك الاستثماري سند لإثبات الحق، يصدر باسم مالكه أو لحامله بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها فيما تمثله من حقوق في الموجودات والمنافع الصادرة مقابلها.

2- قابلية الصكوك الاستثمارية للتداول، يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

كون الصك ورقة مالية فالأصل أن تكون قابلة للتداول، أي للبيع والهبة والرهن وغيرها من التصرفات الشرعية.

3- تمثل الصكوك حصصا لملكية شائعة في الموجودات، وهي تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات لها عائد ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها. وقد تكون هذه الموجودات أعياناً، أو منافع أعيان، أو خليطاً من الأعيان والمنافع والديون، وبذلك فإن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات وليس في العائد فقط، وهو شريك على الشيوع لبقية ملاك الصكوك في المال الذي تمثله هذه الصكوك، ولا تقتصر على حصته في الأرباح فقط وإنما هو مالك لحصة الموجودات.

4- الصك الاستثماري الإسلامي يعطي حامله حصة من الربح، فتشترك الصكوك في استحقاق الربح بالنسبة المحددة وتحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك.

5- الصك الاستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة[1] ، ويقوم مبدأ إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية على نفس الأسس التي تقوم عليها المشاركات في القواعد المالية الإسلامية، من حيث العلاقة بين المشتركين فيها بالاشتراك في تحمل الخسارة مقابل استحقاق الربح، وهو مبدأ الغنم بالغرم، وذلك في حدود مساهمة حامل الصك في المشروع، فهو يتحمل بحصته أية خسارة يتعرض لها المشروع بسبب لا يد للمضارب فيه، لأن حملة الصكوك (أرباب المال) يملكون المشروع ملكية مشتركة، ويقع تلف المال وهلاكه وخسارته على مالكه، وفقا لقواعد الشريعة.

6- أنها تصدر على أساس عقد شرعي، بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها[2].

---

[1] الهواملة: محمد علي، صكوك عقود التوريد دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي والتشريعات الأردنية الناظمة للصكوك، رسالة دكتوراه في جامعة العلوم الإسلامية العالمية، في الأردن – عمان 2015، ص:70. وانظر: الصكوك للدكتور أشرف محمد دوابة (ص:21،25).

[2] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم (1)، (ص:291).

7- انتفاء ضمان المدير المضارب أو الوكيل أو الشريك المدير[1].

**المطلب الثالث: أنواع الصكوك**

تتعدد الصكوك باختلاف آليات إصدارها التي تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية أو غير ذلك، لذلك فإنه يمكن تصنيف الصكوك الإسلامية على النحو التالي:

**أولاً**: صكوك الإجارة: يمكن تعريفها على أنها أوراق مالية ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ذات عائد، قابلة للتداول بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عمليات الاستثمار على أساس عقد الإجارة حتى تاريخ تصفية المشروع، وتنقسم صكوك الإجارة إلى ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل في صكوك: ملكية الموجودات " الأعيان"، وملكية المنافع وملكية الخدمات.

**ثانياً**: صكوك السَّلَم: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

**ثالثاً**: صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.

**رابعاً**: صكوك المرابحة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

**خامساً**: صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

**سادساً**: صكوك المضاربة: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية.

**سابعاً**: صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

**ثامناً**: صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد.

---

[1]) عامر يوسف العتوم، تساؤلات حول قابلية الصكوك الإسلامية لتمويل الانفاق الحكومي، بحث في مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013، جامعة اليرموك، اربد – الأردن، (ص:534). وانظر: الهواملة: محمد علي، صكوك عقود التوريد دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي والتشريعات الأردنية الناظمة للصكوك، ص:70.

**تاسعاً**: صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

**عاشراً**: صكوك الوكالة: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها[1].

## المبحث الثاني

## الموازنة العامة وبيان احتياجها إلى الصكوك لتلافي العجز

وفيه خمسة مطالب

تعتبر الموازنة العامة أحد المواضيع الهامة خاصة وأنها ترتبط بالتخطيط للنفقات الموجهة للتسيير والتجهيز من جهة وإيرادات الدولة من جهة أخرى، ولعلها اكتسبت هذه الأهمية من خلال الدور الفعال الذي لعبته ولا تزال تلعبه الدولة في توجيه الاقتصاد بما يحقق النفع العام وإرساء اقتصاد قوي في مواجهة الأزمات[2].

### المطلب الأول: مفهوم الموازنة العامة

**أولاً**: الموازنة لغة: هي: مصدر وازنَ، ومنه ميزانيَّة، وهي أرقام تقديريّة تضعها الدَّولة أو المؤسَّسات أو الأفراد للواردات والنفقات لمدّة معيّنة من الزَّمن "موازنة شركة"[3]، ووازن بين الشيئين موازنة ووزانا: ساوى وعادل، والشيءَ: ساواه في الوزن وعادله وقابله وحاذاه[4].

**ثانياً**: الموازنة العامة اصطلاحاً، لها تعاريف عديدة نذكر منها ما يلي:

1- هي: برنامج عمل مالي يتبلور في شكل وثيقة معتمدة من السلطة التشريعية وينطوي على تقديرات مفصلة لكل من النفقات العامة والايرادات العامة لسنة قادمة، وهي الأداة التي تستخدمها السياسة المالية لتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والمالية.[5]

---

[1] انظر: أشرف محمد دوابة، الصكوك، (ص:29،47). وانظر: سليمان ناصر إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، (4،5،6).

[2] الأمين لباز، طارق هزرشي، دراسة مقارنة لتمويل عجز الموازنة العامة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، (الواقع والرهانات)، جامعة غرداية،2011 ، ص3.

[3] أحمد مختار عبد الحميد عمر، مادة: " وزن " معجم اللغة العربية المعاصرة، (3/ 2433).

[4] مجمع اللغة العربية بالقاهرة، (إبراهيم مصطفى / أحمد الزيات / حامد عبد القادر / محمد النجار)، مادة: " وزن " المعجم الوسيط، (2/ 1029).

[5] عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات المالية العامة، (ص:59).

2- هي: خطة مالية للدولة، تتضمن تقدير للنفقات، والايرادات العامة لسنة مالية مقبلة، وتجاز بواسطة السلطة التشريعية قبل تنفيذها وتعكس الأهداف الاقتصادية والاجتماعية التي تتبناها الدولة[1].

ومن خلال ما سبق نستنتج أن الموازنة العامة هي عبارة عن:

1- خطة مالية للدولة.

2- توقع وتقدير مستقبلي للنفقات والإيرادات.

3- خطة زمنية معينة خلال سنة ميلادية.

4- تتوقف على إجازتها من السلطة التشريعية حتى تنفذ.

**المطلب الثاني : عجز الموازنة العامة**

تواجه بعض البلدان المتقدمة والنامية، مشكلة العجز في الموازنة العامة التي تعني تجاوز النفقات العامة للإيرادات العامة، وتعد هذه المشكلة على المستوى العالمي واحدة من أهم المشكلات الاقتصادية ذات الآثار المباشرة المتعددة على الاقتصاد القومي.

وقد ازداد الاهتمام بالمشكلات على الرغم من المحاولات المتعددة لتقليص دور الإنفاق الحكومي، ولا يمكن إرجاع ظاهرة العجز في الموازنة العامة إلى سبب وحيد؛ لأنها ظاهرة معقدة.

غير أنه يمكن إرجاع أسباب العجز إلى شبكة من العوامل التي تسهم في حدوثها[2]، كذلك يرجع العجز في الموازنة العامة إلى سببين رئيسيين هما: زيادة النفقات وقلة الإيرادات.

**أما السبب الأول**: فينتج عن الزيادة الطبيعية في عدد السكان، مما يترتب على ذلك مسؤولية الدولة في توفير الحاجات الأساسية للناس من مدارس، مستشفيات، وإقامة الطرق والجسور، الكهرباء، الاتصالات والمواصلات...الخ، أيضا قد تكوف بسبب الزيادة في نفقات الخدمة المدنية، وخصوصا الرواتب والأجور، إضافة إلى زيادة النفقات العسكرية والأمنية الناتجة عن الحروب والتهديدات الداخلية أو الخارجية، كما أف الظروف الطارئة كالكوارث الطبيعية من جفاف وفيضانات وزلازل، تتطلب زيادة في النفقات العامة لإغاثة المتضررين وإعانتهم،

**وأما السبب الثاني**: من أسباب عجز الموازنة العامة فهو: انخفاض الايرادات العامة، والذي قد يحصل بسبب انخفاض حصيلة الضرائب، الناتجة عن حالة الركود الاقتصادي أو عدم كفاءة الأجهزة التنفيذية المكلفة بالتحصيل العام، بالإضافة إلى ظاهرة التهرب الضريبي[3].

---

[1] محمد شاكر عصفور، أصول الموازنة العامة، الأردن، دار المسيرة، 2008، (ص:4).

[2] سالم عبد الحسين سالم، عجز الموازنة العامة ورؤى وسياسات معالجته، بحث مقدم في مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية العدد: 68، المجلد 18، (ص:294).

[3] زياد الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي، مجلة الإسلام في آسيا، المجلد: 8 ، العدد: 1 ، الجامعة الإسلامية العالمية - ماليزيا، 2011 ، (ص:20).

ويمكن القول أن عجز الموازنة العامة هو: انعكاس لعدم قدرة الإيرادات العامة على تغطية النفقات العامة، أو الحالة التي يكون فيها تجاوز النفقات العامة على الإيرادات العامة[1].

**المطلب الثالث: الاحتياجات التمويلية للموازنة العامة**

يمكن معرفة طبيعة الاحتياجات التمويلية للموازنة العامة من خلال النظر إلى جانب النفقات العامة، حيث تشمل ما يلي:

**أولاً**: الموازنة التشغيلية أو الجارية: وهي تشمل النفقات التشغيلية التالية:

- رواتب الموظفين العاملين في الدولة.
- مصاريف القرطاسية والأدوات الأخرى.
- أجور المباني الوزارات والهيئات وأخرى.

**ثانياً**: الموازنة التطويرية أو الرأسمالية أو الاستثمارية: وبها نستطيع تحديد النفقات حسب طبيعة الاحتياجات التمويلية اللازمة لتطوير القطاعات الاقتصادية التالية:

أ- **القطاع الزراعي**: وهي النفقات العامة التي تكون متجهة نحو حقول الزراعة والإنتاج الحيواني، ومن ثم يمكن تلخيص أهم احتياجاتها التمويلية فيما يلي:

- تمويل السيولة التشغيلية اللازمة.
- تمويل المواد الخام اللازمة.
- تمويل الآلات والمعدات اللازمة.

ب- **القطاع الصناعي**: وهي النفقات العامة التي تكون متجهة نحو تصنيع المواد الأولية وبيعها كمنتجات نهائية، ومن ثم يمكن تلخيص أهم احتياجاتها التمويلية فيما يلي:

- تمويل السيولة التشغيلية اللازمة.
- تمويل المواد الخام الضرورية اللازمة.
- تمويل الآلات والمعدات اللازمة.

**ثالثاً**: القطاع التجاري: وهي النفقات العامة التي تكون متجهة نحو التجارة، أي شراء وبيع المواد والسلع، ومن ثم يمكن تلخيص أهم احتياجاتها التمويلية فيما يلي:

- تمويل البضائع والمواد الأولية اللازمة.
- تمويل الآلات والسيارات اللازمة.
- تمويل الانشاءات والمباني اللازمة.

---

[1] سالم عبد الحسين سالم، عجز الموازنة العامة ورؤى وسياسات معالجته، بحث مقدم في مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية العدد: 68، المجلد 18، (ص:294).

**رابعاً**: المشروعات العقارية: وهي النفقات العامة التي تكون متجهة نحو إنشاء الإسكان وتطوير الأراضي، ومن ثم يمكن تلخيص أهم احتياجاتها التمويلية فيما يلي:

- تمويل المواد الخام اللازمة.
- تمويل تطوير الأراضي والعقارات اللازمة.
- تمويل إنشاء الأبنية السكنية والتجارية والصناعية اللازمة.

**خامساً**: القطاع الخدماتي: وهي النفقات العامة التي تكون متجهة نحو مشاريع الموانئ البحرية، والبرية والجوية، والسكك الحديدية، ومن ثم يمكن تلخيص احتياجاتها التمويلية فيما يلي:

- تمويل السيولة التشغيلية اللازمة.
- التمويل بمعدات والآلات والسفن والطائرات والسكك الحديدية...الخ[1].

## المطلب الرابع: إصدار الصكوك وفقاً للاحتياجات التمويلية

وفقاً لهذا البديل تقوم الجهات المعنية بالدولة بتحديد احتياجات الدولة من الأموال، ثم تزود البنك المركزي بهذه الاحتياجات مع بيان وقت الاحتياج وفترة التمويل المطلوبة أو وفقاً للإجراءات المتبعة.

ويجب وفقاً لهذا البديل أن تحدد المشاريع المطلوب تمويلها أو الأصول المطلوب شراؤها أو استئجارها، وتكلفة هذه المشاريع أو الأسعار المعروضة للأصول موضوع الشراء أو الاستئجار، وبعد استكمال البيانات اللازمة ومراجعتها يقوم البنك المركزي بتصنيف المشاريع والأصول في مجموعات متشابهة من حيث النوع وفترة التمويل المطلوبة، ثم يقوم بطرح الصكوك الخاصة بالاستصناع، أو المرابحة ، أو الاستئجار وفقاً للقواعد الشرعية والفنية المعتمدة، وتقوم الجهة الممثلة لحملة الصكوك بصفتها وكيلاً عنهم بشراء الأصول، ثم بيعها أو تأجيرها للدولة، كما تقوم بإبرام عقود الاستصناع مع الدولة، وذلك بالتنسيق مع البنك المركزي [2].

## المطلب الخامس: صيغ تمويل عجز الموازنة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي

بالرغم من أن العجز في الموازنة يمكن أن ينتاب جميع النظم المالية، إلا أنه كان هناك فرق بين في علاجه بين النظريات الاقتصادية، ولعل الفكر الإسلامي سبقهم في وضع أدوات تمويل عجز الموازنة تتماشى مع تعاليم الدين الحنيف.

---

[1] انظر: الدماغ، زياد جلبل، إطار مقترح لتطوير السياسة التمويلية لدعم عمليات التمويل في المصارف الإسلامية الفلسطينية، رسالة ماجستير منشورة، مقدمة إلى كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006 م، (ص:43،49).

[2] الشركة الأولى للاستثمار، البدائل الشرعية لمشاركة القطاع الخاص في تمويل الموازنة العامة للدولة، بحث في سنة 1999، بحث على النت https://iefpedia.com/arab/?p=3441 ، ص:23.

**أولاً: صيغ تمويل عجز الموازنة الإسلامية:**

أ- **الزكاة**: فهي أهم مورد لبيت المال، ولا يتوقف دورها التمويلي عند حدود حصيلتها بل يتعداها إلى ما يمكن أن تحرره من أموال مجمدة ومكتنزة.

ب-**الوقف**: فالمال الموقوف هو مال يدار لمصلحة الجهة المنتفعة سواء كانت خيرية أو علمية أو اجتماعية، وهذا مما لاشك به يخفف الأعباء عن ميزانية الدولة بل ويدعمها.

وقد تم إيجاد صيغ حديثة كان لها أصل عند الفقها مثل: **أسهم المشاركة، صكوك الإجارة، صكوك السلم وغيرها من الصكوك، عقد الاستصناع، أسهم الإنتاج، تعجيل الزكاة**، وغيرها.

**ثانياً**: صيغ تمويل عجز الموازنة في الاقتصاد الوضعي:

أ- الضرائب.

ب- الرسوم.

ت- القروض العامة.

ث- القروض الخارجية، وغيرها[1].

## المبحث الثالث

## دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة

وفيه ثلاثة مطالب:

تعدّ الصكوك من الأدوات التمويلية والاستثمارية الإسلامية التي تعمل على دعم احتياجات ومتطلبات التنمية الاقتصادية وتعزيز حشد المدخرات من خلال تجميعها من عملية الاكتتاب في الصكوك وتوجيهها نحو استثمارات مباشرة في القطاعات الاقتصادية المختلفة، ولها دور كبير في تنمية مشاريع البنية التحتية، ومعالجة قصور التمويل الحكومي.

### المطلب الأول: دور الصكوك في تنمية مشاريع البنية التحتية

يمكن استخدام الصكوك في تمويل مشاريع البنية التحتية والمشاريع الضخمة التي تتطلب رؤوس أموال كبيرة، فتكون بديلا للدولة من اللجوء للسندات وزيادة الدين العام.

ومن صيغ الصكوك التي تصلح لتمويل مشاريع البنية التحتية:

– صكوك بوت البناء، التشغيل، التحويل (**B.O.T**، Build – Operate – Transfer Sukuk : في هذا النوع من الصكوك تقوم الدولة بإسناد مهمة بناء مشروع معين من خلال حصيلة الاكتتاب في الصكوك وإدارة هذا المشروع وتشغيله، ثم تحويله للدولة.

[1]) انظر: الأمين لباز، طارق هزرشي، دراسة مقارنة لتمويل عجز الموازنة العامة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، 2011، (ص:9،16).

– صكوك البناء، الملكية، التشغيل، التحويل B.O.O.T Build – Own Operate –Transfer : :Sukuk
في هذا النوع من الصكوك تقوم الدولة بإسناد مهمة بناء مشروع معين من خلال حصيلة الاكتتاب في الصكوك وتنتقل الملكية لشركة المشروع خلال مدة معينة، ثم تقوم شركة المشروع بإدارة المشروع وتشغيله ثم تحويله للدولة.

– صكوك البناء، التأجير، التشغيل، التحويل: B.R.O.T Build-Rent-Operate Transfer Sukuk: في هذا النوع من الصكوك تقوم الدولة بإسناد مهمة بناء المشروع لمستثمر معين من خلال حصيلة الصكوك ويقوم المستثمر باستئجار المرفق من الدولة واستغلال المشروع وإدارته لفترة زمنية معينة ثم تحويله للدولة[1].

**المطلب الثاني: دور الصكوك في معالجة قصور التمويل الحكومي**

يمكن للدولة من خلال الصكوك نقل عبء التمويل لاسيما مشاريع البنية الأساسية ذات المبالغ الكبيرة للقطاع الخاص، وكذلك بناء المرافق الاقتصادية دون تحميل موازنة الدولة أعباء مالية مباشرة، ودون اللجوء للاقتراض، ويمكن أن يعمل تمويل مثل هذه المشاريع والمرافق على:

1 – توفير عملة أجنبية (الاكتتاب الأجنبي).
2 – تحقيق تنمية اقتصادية حقيقية (توجيه الأموال لمشاريع تنمية حقيقية).
3 – نقل التكنولوجيا إلى الدول المضيفة.
4 – رفع كفاءة التشغيل.
5 – تحقيق مزايا اجتماعية من خلال عملية التشغيل وزيادة الدخول.
6 – تطوير السوق المالية المحلية.
7 – إشراك القطاع الخاص في المخاطر التجارية.
8 – ملكية الدولة للمشاريع خلال مدة المشروع[2].

**المطلب الثالث: دور الصكوك كبديل عن قروض بنك وصندوق النقد الدوليين**

ترى بعض الدول أنه لا مفر من الاقتراض من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، لكن حقيقة هذه القروض مرتبطة بشروط غير صالح الطبقة المتوسطة والفقيرة كما أنها تضعف السيادة الاقتصادية والسياسية للدول؛ لأن البنك الدولي يقوم بعملية الإقراض لأغراض سياسية معينة ليست في صالح الشعوب، فعندما تستقرض أية دولة من البنك الدولي يلجأ هو بالتدخل في سياساتها المالية عن طريق شروط فرضها هو عند الإقراض، مع العمل على إفلاس تلك الدول

[1] سعيد محمد بوهراوة، وحسين سعيد، الصكوك والتحديات الشرعية والتنموية، بحث مقدم لندوة البركة (36) للاقتصاد الإسلامي، رمضان 1436هـ، هيلتون – جدة، (ص:173،174).
[2] المرجع السابق، (ص: 174،175).

وجعلها مدينة إلى الأبد، وتصبح أهدافا سهلة عندما تدعوا الحاجة إلى خدمات تشمل إنشاء قواعد عسكرية، عن طريق التصويت في الأمم المتحدة أو تحقيق مصالح اقتصادية وتجارية[1].

ومن هنا جاءت الصكوك المالية الإسلامية أحد الحلول البديلة عن هذه القروض وبجهود ذاتية تستطيع بها الدول أن تنهض باقتصادها، وتحقق النفع لها ولشعبها الذي استثمر معها، مستقلة مالياً عن الأطراف الأخرى.

## المبحث الرابع

## نماذج من الصكوك الإسلامية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة

وفيه ستة مطالب:

تتعدد الصكوك الإسلامية وتتنوع باختلاف العقد الشرعي الذي تصدر على أساسه، ويمكن تصنيف الصكوك على نماذج كثيرة حسب الحاجة أو المشكلة التي تطرأ على الاقتصاد، ومن نماذج الصكوك التي يمكن بها تمويل عجز الموازنة العامة للدولة ما يلي:

### المطلب الأول: صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية ودورها في تمويل احتياجات الدولة

تستطيع الدولة من خلال هذا النوع من الصكوك السيادية، أن تمول المشاريع المولدة أو المدرة للدخل أو الايراد وفقا لصيغة المضاربة أو المشاركة، ويكوف الربح الذي يتحصل عليو حملة الصكوك أو الخسارة التي يتحملونها بحسب النتيجة التي يحققها المشروع.

ويمكن للدولة استخدام حصيلة هذه الصكوك في تمول مشاريع الطاقة، البنية التحية وغيرها. وتستطيع الدولة شراء حصص حملة صكوك المضاربة أو المشاركة بالتدريج وفق برنامج محدد وعلى مدى فترة زمنية معينة، وهذا ما يعرف بالمشاركة المتناقصة[2].

وقد صدر في تركيا عام 1984 نوع من صكوك المشاركة المخصصة لتمويل بناء جسر (الميوسنور) الثاني على مضيق البوسفور بمبلغ 200 مليون دولار أمريكي وقد لاقى الإصدار قبولا جماهرياً واسعاً، ولاسيما من المواطنين الأتراك المغتربين خارج البلاد، وقد استعملت حصيلة الإصدارت في تمويل بناء الجسر الذي أفاد في تسهيل حركة المرور عبر شطري إسطنبول ويعطي دخلاً جيداً، حيث تعتبر ورقة المشاركة فيه من أقوى الأوراق المتداولة في بورصة إسطنبول منذ أكثر من عشر سنوات متواصلة[3].

---

[1] سامي يوسف كمال، الصكوك المالية الإسلامية بديلا عن قروض المؤسسات الدولية، دار البشر – القاهرة، 2012، (ص:8،33).

[2] مختار بونقاب، وزواويد لزهاري، الصكوك الإسلامية السيادية كأداة لتمويل المشاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة، بحث مقدم في الملتقى العلمي الدولي حول: الآليات الجديدة لتمويل التنمية الاقتصادية نحو تمويل مستدام للتنمية في الجزائر يومي 25 و 26 أبريل 2018 بجامعة محمد الصديق بن يحي جيجل الجزائر .

[3] أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاجارة ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير مقدمة في معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، سنة 2009، (ص:179).

**المطلب الثاني: تمويل مشاريع الدولة بصكوك الإجارة**

تستطيع الدولة تمويل المشاريع التي يملكها حملة الصكوك عن طريق حصيلة صكوك الإجارة، حيث تستغل هذه المشاريع لقاء أجر محدد تدفعه لهم، ويمكن للدولة تملك هذه الأصول في نهاية العقد باستخدام صيغة الإجارة المنتهية بالتمليك، أي تشتري الصكوك من أصحابها.

ويمكن استعمال صكوك الإجارة والأعيان المؤجرة في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل العديد من المشاريع والنفقات الحكومية، إذ يمكن تمويل الإنشاءات العقارية، من خلال إصدار صكوك الأعيان المؤجرة، كما يمكن استعمال هذه الصكوك في تهيئة الموارد المالية اللازمة لتمويل شراء الآلات والمعدات والأجهزة والأثاث، وما شابه ذلك من أعيان ذات عمر طويل.

ويمكن الاستفادة من صكوك الأعيان المؤجرة ذات العمر القصير في تمويل شراء اللوازم والأجهزة مثل الحاسوب الآلي، كما يمكن استخدام صكوك إجارة الخدمات في تمويل مشاريع مهمة في قطاعات مختلفة، كالتعليم، الصحة، النقل، والهاتف ...إلخ، كما يمكن اللجوء إلى صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية.

مثال: يمكن لحكومة ما أن تصدر صكوك الأعيان المؤجرة بدلاً من استملاك العقارات والآلات والتجهيزات[1].

كما يمكن طرح صكوك منافع لدفع الأجرة لمدة خمس سنوات ليتم تأجيرها لمدة أقل وهذا يحدث كثيراً في شركات الطيران.

**المطلب الثالث: تمويل مشاريع الدولة بصكوك السلم**

تستخدم صكوك السلم على نطاق أوسع من غيرها من الصكوك في توفير احتياجات تمويلية معينة للحكومات، وذلك مثل الاحتياجات العاجلة للسيولة للإنفاق على التزامات عامة دورية في الأوقات التي لا تتوفر فيها السيولة اللازمة لدى الحكومات، فتقوم باستخدام صكوك السلم في توفير تلك السيولة مقابل الالتزام بتوفير سلع ومنتجات زراعية بكميات محددة وبمواصفات معينة في وقت محدد في المستقبل.

حيث تستطيع الدولة استعمال حصيلة صكوك السلم الخاصة مثلا بالبترول في تغطية الميزانية بشكل عام دون ارتباط هذه الحصيلة بمشروع معين، وعند استحقاق الأجل تقوم الدولة نفسها ببيع البترول نيابة عن حملة صكوك السلم، وذلك وفقاً للبنود الموجودة في نشرة الاكتتاب. ويكون عائد

[1] انظر أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاجارة ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير مقدمة في معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، سنة 2009، (ص:179،180).

الصك (هو الفرق بين سعر شراء البترول الذي تحدده الحكومة وسعر بيعه عند استحقاق أجله)[1]، الذي يحدده السوق في حينه، وتتم آليات إصدار صكوك السلم وفق الإجراءات التالية:

أ- يقوم المصرف المركزي (بصفته ممثلاً لوزارة المالية) بدعوة المصارف والأفراد والشركات والمؤسسات المالية الراغبة في الاستثمار في الصكوك للمشاركة في محفظة الصكوك بالقدر التي ترغب في شرائه من صكوك السلم المصدرة، واستلام قيمة الصكوك المحددة لكل جهة للدخول في مضاربة ينفذها المصرف نيابة عن تلك الجهات بغرض شراء السلعة التي تمثلها الصكوك (كمية من النفط مثلاً) بسعر عاجل يتم التعاقد عليه مع وزارة المالية ثم بيع تلك السلعة عند حلول الأجل.

ب- يقوم المصرف المركزي بصفته مديراً لمحفظة صكوك السلم بتوقيع العقد مع وزارة المالية كممثل للحكومة المالكة للسلعة (النفط) والذي ينطوي على اتفاق بين الطرفين لشراء الأول نفطاً بمواصفات وكمية وسعر محدد يدفع عاجلاً وإقرار من الطرف الثاني بقبض الثمن والتزامه بتسليم السلعة أو قيمتها حسب سعر البيع للنفط لاحقاً بربح معلوم وذلك لأن سعر النفط معروف مسبقاً ويمكن تبعاً لذلك التعاقد عليه.

ت- يتم تحديد أحد المصارف ليوقع مع المصرف المركزي (مدير المحفظة) على الوعد الملزم بالشراء بالقيمة المحددة وفقاً للأسعار الدولية للسلعة – والتسليم بعد ثلاثة شهور – كجهة ضامنة لشراء السلعة في حال عدم تمكن الجهة المسوقة للحكومة من شراء تلك السلعة بذلك السعر.

ث- عند انتهاء أجل السلم يقوم المصرف المركزي بتحصيل قيمة السلعة موضوع السلم وتوزيعها على المستثمرين في هذه السلعة[2].

**المطلب الرابع: تمويل الدولة عن طريق صكوك المرابحة**

تعتبر المرابحة أداة تمويل رئيسية واسعة الانتشار تستخدمها المصارف وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية، ويمكن أن تستخدم صيغة المرابحة لتمويل شراء المواد الخام والآلات والمعدات والسلع المعمرة، ويمكن تمويل المرابحات في شكل صكوك ذات استحقاقات متتالية، بحيث تخدم هدف السيولة لدى مشتريها، وعلى الرغم من عدم إمكانية تداول هذه الصكوك لأنها تدخل عندئذ في مسألة بيع الديون.

---

[1]) سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية)، المؤتمر الدولي الخامس، حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي (إدارة المخاطر؛ التنظيم والإشراف)، معهد الدراسات المصرفية، عمان – الأردن، أكتوبر 2012 ، (ص:8).

[2]) انظر أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاجارة ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير مقدمة في معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، سنة 2009، (ص:180،181).

ومن ناحية أخرى يمكن استخدام منتج المرابحة وطرح وحداته من خلال صندوق تجاري، وهو ما قام بطرحه البنك الأهلي التجاري والذي يعد أكبر بنك في المملكة العربية السعودية بالأسلوب التالي:

يجمع الصندوق الأموال ببيع وحدات للمستثمرين، وتمثل كل وحدة حصة من استثمار الصندوق، وتستخدم موارد الصندوق في صفقات تجارية قائمة على المرابحة بشراء السلع من الموردين وبيعها إلى المشترين على أساس الدفع الأجل، وتضاف الأرباح الناتجة عن هذا النشاط إلى الصندوق لتزيد قيمة كل وحدة، ويقدم الصندوق أساساً تمويلاً قصير الأجل، ويكون الحد الأقصى المسموح به لأي صفقة هو سنة واحدة[1].

**المطلب الخامس: تمويل الدولة عن طريق صكوك الاستصناع**

يمثل عقد الاستصناع اتفاقاً بين طرفين حيث يقوم الطرف الأول بالتعاقد مع الطرف الثاني لتصنيع منتجات محددة، أو بناء مشاريع عمرانية، أو مد الجسور أو الطرق، أو إنشاء محطات الطاقة الكهربائية وتحلية المياه، وغيرها، وبحيث يسدد الطرف الأول المبلغ المحدد في العقد فور إنتاج السلع أو إنجاز المشروع، أو في تاريخ لاحق يتم الاتفاق عليه، وعادة ما يقوم الطرف الثاني بالتعاقد من جانبه مع المصانع أو شركات المقاولات المختصة لتنفيذ المشروع حسب المواصفات المحددة من قبل الطرف الأول، وفي حالة الاتفاق على سداد قيمة المشروع في تاريخ لاحق أو على أقساط، فإن قيمة العقد تكون أعلى بالنظر إلى تأجيل عملية السداد .

ويمكن طرح صكوك استصناع للاكتتاب العام وهي تمثل ديوناً على الدولة وتشبه صكوك المرابحة وبالتالي تنطبق عليها نفس المحاذير المتعلقة بتداول صكوك المرابحة كما ذكر آنفاً[2].

**المطلب السادس: تمويل الدولة عن طريق صكوك الوقف**

الصكوك الوقفية هي عبارة عن وثائق تمثل موجودات (الوقف) سواء أكانت هذه الموجودات أصولاً ثابتة كالعقارات والمباني وغيرها، أو أصولاً منقولة كالنقود والطائرات والسيارات أو حقوق معنوية (كحقوق التأليف، وبراءة الاختراع وغيرها).

الصكوك الوقفية هي إحدى أشكال الصكوك الإسلامية كأداة مالية إسلامية ذات كفاءة وفعالية عالية لتمويل مختلف مجالات الوقف الإسلامي، ويمكن وصولها إلى أكبر عدد ممكن من الناس، وبالتالي توفيرها التمويل لقطاع الوقف الإسلامي، كما يمكن توجيه هذا التمويل إلى مجالات أوسع

---

[1] الشركة الأولى للاستثمار، البدائل الشرعية لمشاركة القطاع الخاص في تمويل الموازنة العامة للدولة، بحث في سنة 1999، بحث على النت https://iefpedia.com/arab/?p=3441 ، ص:16 .

[2] المرجع السابق، ص:17 . وانظر أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاجارة ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير مقدمة في معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، سنة 2009، (ص:181).

يستفيد منها كافة قطاعات وفئات المجتمع، نظرا لتنوع صيغ التمويل الإسلامية التي تقوم عليها الصكوك الاستثمارية الوقفية.

إن تنوع المجالات (العلمية والدينية والاجتماعية والصحية وغيرها) التي تمولها الصكوك الوقفية، يرفع العبء الثقيل عن ميزانية الدولة، بحيث يمكن للدولة أن تحقق وفراً دائماً في خزينتها العمومية، يمكنها من مواجهة الظروف الاستثنائية.

وعليه نجد أن للصكوك الوقفية دورا هاما ينبغي استغلاله واستثماره من قبل الدول الإسلامية لتحقيق التنمية المستدامة لمجتمعاتها، وذلك من خلال التوسع في الصكوك الوقفية كماً ونوعاً، والارتقاء بأجهزة الوقف من الناحية الإدارية والاقتصادية، بما يؤدي إلى استغلال وإدارة هذه الصكوك بأحدث طرق الاستثمار والإدارة لتمويل واستثمار الأموال الوقفية لقيام الوقف بدوره الجوهري في تحقيق التنمية المستدامة[1].

إن إصدار الدولة للصكوك الاستثمارية الإسلامية كبديل شرعي للسندات التقليدية لدعم الموازنة العامة للدولة، يمكن أن تحقق أهداف عدة أهمها:

- تمويل الدولة لمواجهة مصاريف المشاريع التنموية والبنية التحتية.
- تنويع وزيادة موارد الدولة.
- استقطاب الأموال الموجودة خارج الجهاز المصرفي.
- إدارة السيولة داخل الاقتصاد الوطني.

فضلا عن دور الصكوك الإسلامية كأداة مالية لتوفير الاحتياجات الرسمية بمختلف أنواعها، هناك نقطة مهمة وهي دور الصكوك الحكومية في طرح أداة مالية إسلامية، تكون أساساً لحساب تكلفة الفرصة البديلة (الضائعة) وليس سعر الاقتراض الربوي، حيث أن السندات تكرس معدل الفائدة على السندات الحكومية باعتباره نفقة الفرصة البديلة للسيولة النقدية في أدنى المخاطرة، وعليه تبدو أهمية الصكوك الإسلامية الحكومية في النظر إلى العائد الذي توزعه على أنه يمثل تكلفة الفرصة الضائعة في النظام المالي الإسلامي، وهو ما يوفر تمويلاً مستقراً وحقيقيا للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية[2].

---

[1]) ربيعة بن زيد، عائشة بخالد، بحث بعنوان: دور الصكوك الوقفية في تمويل التنمية المستدامة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد:2، 2012م، (ص:209،215).

[2]) سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، (ص:10).

## النتائج والتوصيات

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات التي إن وفرت لها متطلبات النمو والنجاح والاستقرار من تشريعات تضبطها وحكومات تدعمها وأسواق تستقطبها ومؤسسات تستخدمها، فسيكون لها الأثر البالغ في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، وبعد البحث في دور الصكوك في تمويل هذا العجز، خلص هذا البحث إلى النتائج التالية:

**النتـــائج :**

يجدر في النهاية أن أذكر النتائج التي تم التوصل إليها في هذا البحث وهي ما يلي:

1. تعد صكوك الاستثمار ورقة مالية تتفق مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم والإصدار، إلا أنها تتميز بجملة من الخصائص التي لا بد من توافرها حتى يكون إصدارها وتداولها والأرباح المتحققة منها موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية من جهة، ومحققة للغرض من إصدارها من جهة أخرى.
2. إن صكوك التمويل القائمة على المبادئ الإسلامية كفيلة بتشجيع توجيه فوائد القطاع الخاص نحو تمويل عجز الميزانية العامة، وخاصة عندما يتم عرضها للبنوك والأفراد بشكل يجعلها تنافس الاستعمالات الأخرى للموجودات النقدية.
3. إن من أهم أدوات تغطية العجز في الميزانية العامة هي تحويل رأس مال بعض المشروعات الحكومية إلى صكوك ثم بيعها إلى الأفراد.
4. إن الصكوك المالية الإسلامية وسيلة مفيدة لتمويل البنية التحتية والمشروعات التنموية الكبرى، فتكون بديلا للدولة من اللجوء للسندات وزيادة الدين العام.
5. يمكن للصكوك أن تسهم في استقطاب رؤوس الأموال الإسلامية المستثمرة في البلاد الغربية.
6. صلاحية استخدام الصكوك الإسلامية في تسييل أو تعبئة الموارد المالية اللازمة، فهي تتنوع تنوعاً واسعاً، فتشمل صكوك الاجارة، وصكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وصكوك الاستصناع، وصكوك السلم ......إلخ، كما تتنوع وفقاً للآجال فهناك صكوك قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل.
7. من أجل تحقيق متطلبات التنمية لابد من استخدام الصكوك المالية الإسلامية في مختلف قطاع الإنتاج في الاقتصاد، مثل دعم المشاريع العامة والتنموية بدلاً من التركيز على قطاع الخدمات المالية والعقارية.

8. صلاحية استخدام الصكوك المالية الإسلامية كبديل لأدوات الدين العام، من صندوق النقد الدولي أو البنك الدولي أو غيره، في معالجة العجز في الموازنة العامة.
9. يمكن استعمال صكوك الإجارة والأعيان المؤجرة في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل العديد من المشاريع والنفقات الحكومية، إذ يمكن تمويل الإنشاءات العقارية، كما يمكن استعمال هذه الصكوك في تهيئة الموارد المالية اللازمة لتمويل شراء الآلات والمعدات والأجهزة والأثاث، كما يمكن استخدام صكوك إجارة الخدمات في تمويل مشاريع مهمة في قطاعات مختلفة، كالتعليم، الصحة، النقل، والهاتف وغيرها.
10. يمكن أن تستخدم صيغة المرابحة لتمويل شراء المواد الخام والآلات والمعدات والسلع المعمرة، ويمكن تمويل المرابحات في شكل صكوك ذات استحقاقات متتالية، بحيث تخدم هدف السيولة لدى مشتريها.
11. إن تنوع المجالات (العلمية والدينية والاجتماعية والصحية وغيرها) التي تمولها الصكوك الوقفية، يرفع العبء الثقيل عن ميزانية الدولة، بحيث يمكن للدولة أن تحقق وفراً دائماَ في خزينتها العمومية.

**التوصيات:**

أما التوصيات فهي فيما يلي:

1- ضرورة توجيه الدول نحو الصكوك المالية الإسلامية، التي تمثل الحل الأنسب للدولة في تدويل مشاريعها ومعالجة العجز في موازنتها العامة.
2- الاستمرار في نشر ثقافة الصكوك الإسلامية في أوساط المجتمعات وبيئات الأعمال كونها من الأدوات المالية الهامة في تقديم الحلول المبتكرة للدول كافة من أجل تدويل التنمية فيها من جهة، ومواجهة عجز الموازنات بحشد وتوظيف الموارد المالية من جهة أخرى.
3- ضرورة سن التشريعات القانونية والتعليمات التي تنظم عملية التصكيك وأعمال الموازنة العامة للدولة، وتوفير مقومات البنية التحتية الملائمة لتنفيذ المشاريع الاقتصادية.
4- ضرورة العمل على استخدام الصكوك الإسلامية بدلاً من ادوات الدين العام.

**تم بحمد الله**



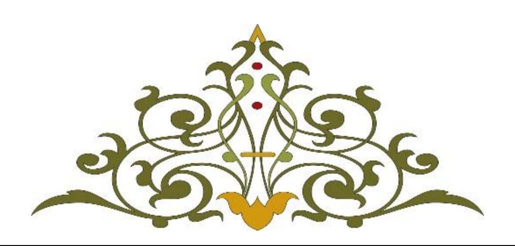

## فهرس المصادر والمراجع

1. أحمد رضا، معجم متن اللغة، الناشر: دار مكتبة الحياة – بيروت.
2. أحمد مختار عبد الحميد عمر، معجم اللغة العربية المعاصرة، الناشر: عالم الكتب، الطبعة: الأولى، 1429 هـ – 2008م.
3. أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاجارة ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير مقدمة في معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، سنة 2009م.
4. أشرف دوابة: الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، مصر، 2009م.
5. الأمين لباز، طارق هزرشي، دراسة مقارنة لتمويل عجز الموازنة العامة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، الملتقي الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، (الواقع والرهانات)، جامعة غرداية،2011.
6. الدماغ، زياد جلبل، إطار مقترح لتطوير السياسة التمويلية لدعم عمليات التمويل في المصارف الإسلامية الفلسطينية، رسالة ماجستير منشورة، مقدمة إلى كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006 م.
7. ربيعة بن زيد، عائشة بخالد، بحث بعنوان: دور الصكوك الوقفية في تمويل التنمية المستدامة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد:2، 2012م.
8. زياد الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي، مجلة الإسلام في آسيا، المجلد: 8 ، العدد: 1 ، الجامعة الإسلامية العالمية – ماليزيا، 2011م.
9. سالم عبد الحسين سالم، عجز الموازنة العامة ورؤى وسياسات معالجته، بحث مقدم في مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية العدد: 68، المجلد 18 .
10. سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية بديلا عن قروض المؤسسات الدولية، دار البشر – القاهرة، 2012م.
11. سعيد محمد بوهراوة، وحسين سعيد، الصكوك والتحديات الشرعية والتنموية، بحث مقدم لندوة البركة (36) للاقتصاد الإسلامي، رمضان 1436هـ، هيلتون – جدة.
12. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية)، المؤتمر الدولي الخامس، حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي (إدارة الدخاطر؛ التنظيم والاشراف)، معهد الدراسات المصرفية، عمان – الأردن، أكتوبر 2012م.

13. الشركة الأولى للاستثمار، البدائل الشرعية لمشاركة القطاع الخاص في تمويل الموازنة العامة للدولة، بحث في سنة 1999، بحث على النت https://iefpedia.com/arab/?p=3441 .
14. عامر يوسف العتوم، تساؤلات حول قابلية الصكوك الإسلامية لتمويل الانفاق الحكومي، بحث في مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013، جامعة اليرموك، اربد – الأردن.
15. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات المالية العامة، نشر الشركة العربية المتحدة، 2010م.
16. مجلس الخدمات المالية: مسودة مشروع متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، يناير 2009.
17. مجمع اللغة العربية بالقاهرة، (إبراهيم مصطفى / أحمد الزيات / حامد عبد القادر / محمد النجار)، المعجم الوسيط، الناشر: دار الدعوة.
18. محمد شاكر عصفور، أصول الموازنة العامة، الأردن، دار المسيرة، 2008م.
19. مختار بونقاب، وزواويد لزهاري، الصكوك الإسلامية السيادية كأداة لتمويل المشاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة، بحث مقدم في الملتقى العلمي الدولي حول: الآليات الجديدة لتمويل التنمية الاقتصادية نحو تمويل مستدام للتنمية في الجزائر يومي 25 و 26 أبريل 2018 بجامعة محمد الصديق بن يحي جيجل الجزائر.
20. الهواملة: محمد علي، صكوك عقود التوريد دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي والتشريعات الأردنية الناظمة للصكوك، رسالة دكتوراه في جامعة العلوم الإسلامية العالمية، في الأردن – عمان 2015.
21. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعايير الشرعية، معايير أيوفي، المعيار رقم (1)، المنامة، البحرين، 1331هـ.

تم بحمد الله



# إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية
# " تجارب دولية"





# واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها "تقييم التجربة الماليزية "

**أ.نــوارة مــبـروك – الجــزائر**
باحثة دكتوراه إدارة مالية -جامعة جيجل- الجزائر

**الملخص:**

تعد منتجات الصكوك الإسلامية من أبرز الادوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية، وأكثرها انتشارا في الاسواق المالية الدولية ، وعلى الرغم من التطلعات الايجابية للصكوك الاسلامية إلا أن العديد من التحديات لازالت تواجه سوق الصكوك من بينها القصور في درجات الشفافية ، والمعوقات الشرعية والقانونية.

وتشهد السوق المالية الاسلامية في هذا الوقت رواجا كبيرا في العديد من الدول بعدما أصبحت منتجات الصكوك تمثل الشريحة الأسرع نموا في التمويل الاسلامي؛ هذا النمو السريع في سوق الصكوك جعل العديد من الدول تدمج المعاملات الاسلامية في منظومتها المالية وتستهدف بها السوق الجديدة بغية تحقيق المزيد من الازدهار والتقدم الاقتصادي، كما هو الحال بالنسبة لبعض الدول الافريقية، و تعد ماليزيا من الدول الرائدة في إصدار الصكوك الإسلامية حسب تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية لسنة 2018 م، وفي ظل بروز التجربة المالية الرائدة في اصدار الصكوك، فقد جاءت هذه الدراسة حتى تلقي الضوء على أبرز التحديات التي تواجه سوق الصكوك الاسلامية خاصة المتعلقة بالنواحي القانونية والشرعية، واستعراض واقع تطور هده الادوات في الاسواق العالمية، وتقييم التجربة الماليزية الرائدة في هذه الصناعة.

**الكلمات المفتاحية:** صناعة الصكوك الاسلامية، التجربة الماليزية، التحديات، الصكوك الاسلامية، السوق المالية الإسلامية الدولية.

**Abstract**

Islamic Sukuk products are among the most prominent financial instruments compliant with Sharia, and the most prevalent in the international financial markets. Despite the positive trends of Islamic Sukuk, many challenges still face the Sukuk market, including inadequate transparency, legal and regulatory constraints. The rapid growth in the sukuk market has led many countries to integrate Islamic transactions into their financial system and target the new market in order to achieve more prosperity and economic progress, as is the case for some African countries. According to the International Islamic Financial Market Sukuk Report (IIFM,2019) , the global sukuk issuance has grown exponentially over the last three decades, and Malyasia dominate the sukuk market . In the light of Malaysia's experience as a foremost sukuk issuer, this paper this study sheds light on the most important challenges facing the Islamic Sukuk market and evaluating the Malaysian experience n sukuk market**.**

**Key words :**
Sukuk industry, Malaysia's experience, challenges,sukuk, IIFM

**المقــدمــة**

شهدت الصناعة المالية الإسلامية تحولات جوهرية عكست فعاليتها وقدرتها على الاستجابة للتحديات المختلفة، واستطاعت خلال مسيرتها القصيرة أن تخلق مؤسسات مالية اسلامية قادرة على منافسة المؤسسات المالية التقليدية. وقد كان ملفتا للانتباه التوسع القياسي للمؤسسات المالية الإسلامية في الكثير من الدول الإسلامية وغير الإسلامية، حيث شهدت نموا مطردا في أصولها ومعدلات أرباحها ، خاصة بعد ظهور الهندسة المالية الإسلامية التي ابتكرت منتجات وأدوات تمويلية واستثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تستطيع أن تلبي رغبات وتطلعات شريحة كبيرة من المستثمرين والمتمولين.

وفي أعقاب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، برزت المصرفية الإسلامية كبديل حقيقي للمصرفية التقليدية، لا سيما فيما يتعلق بإدارة الصكوك وإصدارها، وذلك باعتبارها الأداة الأكثر نموا وتطورا في سوق التمويل الإسلامي، ولاتصافها بالمرونة وسهولة الإصدار والتسويق وقلة المخاطر، بالإضافة إلى موافقتها للضوابط الشرعية التي تخرجها من شبهات المعاملات الربوية، وتبعدها عن مشابهة السندات.

ومن أهم الاتجاهات الجديدة التي شهدتها صناعة الصكوك الإسلامية ، تزايد الاهتمام بإصدار الصكوك الإسلامية الخضراء من أجل دعم الاستثمارات الصديقة للبيئة والاستثمارات المستدامة والمسئولة ، وإصدار الصكوك بواسطة سلسلة الكتل البلوك تشين.

وتعد ماليزيا من الدول الرائدة في إصدار الصكوك الإسلامية حسب تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية لسنة 2018، حيث بلغ الحجم العام لإصدار الصكوك 123 ,2 مليار دولار أمريكي ، واحتلت ماليزيا الصدارة بمعدل إصدار إجمالي بلغ 32.8 مليار دولار. وبالرغم من التطلعات الإيجابية للصكوك الإسلامية إلا أن هناك العديد من التحديات التي لازالت تشكل عائقا أما سوق الصكوك .

من هنا جاءت هذه الدراسة حتى تلقي الضوء على أبرز التحديات التي تواجه سوق الصكوك الاسلامية خاصة المتعلقة بالنواحي القانونية والشرعية، واستعراض واقع تطور هده الادوات في الاسواق العالمية، وتقييم التجربة الماليزية الرائدة في هذه الصناعة، وكيف استطاعت هده الدولة التغلب على هذه التحديات.

## المبحث الأول:
## ماهية الصكوك الإسلامية

### 1 - تعريف الصكوك الإسلامية:

**مفهوم الصكوك لغة:**

الصك في اللغة : الكتاب الذي يكتب للعهدة، أو كتاب الإقرار بالمال، أو الذي يكتب في المعاملات وشاع استخدام مصطلح الصكوك للتعبير عن الورقة المالية التي تثبت حقا لصاحبها في ملكية شائعة لموجود أو موجودات ( أعيان أو منافع أو خدمات) [i]

و الصك هو الضرب الشديد، وهو كتاب، وقيل: الصكّ ما يكتب فيه عن مال مؤجل أو نحوه.

أصك وجمعه صكوك وصكاك، قال ابن منظور: "والصكّ الذي يكتب للعهدة، معرب أصله صكّ ويجمع صكاكا وصكوكا، وكانت الأوراق تسمى صكاكا لأنها تخرج مكتوبة، حيث كان الأفراد يكتبون للناس بأرزاقهم وأعطياتهم كتبا".

وجاء في لسان العرب: "صكّ، الصكّ: الضرب الشديد بالشيء العريض، وقيل: هو الضرب عامة بأي شيء كان، صَكَّهُ يَصُكُّهُ صكًّا، وصكّه، أي ضربه [ii]

**مفهوم الصكوك اصطلاحا:**

تعددت تعاريف الصكوك الإسلامية وفيما يلي أهمها:



جاء تعريف صكوك الاستثمار في المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشا استثماري خاص أوذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله[iii]

ويعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي "بأنها إصدار وثائق وشهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية الموجودات أعيان، منافع او حقوق او خليط من الأعيان والمنافع والديون( قائمة فعلا، أو سيتم إنشاءها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي.[iv]

و الصكوك المالية الإسلامية عبارة عن وثيقة بقيمة مالية معية تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعه الى الغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله وتنضيضه، ويشارك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشرو الخاصة بكل اصدار.[v] ويشير هذا التعريف الى تميز الصكوك بالسمات والخصائص الاتية:[vi]

1. الصك وثيقة تثبت الحق لصاحبها في ملكية بالاشتراك مع الغير؛
2. لكل صك قيمة مالية محددة مسجلة عليه؛
3. تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي تم تمويله بأموال الصكوك، ولهذا ، ويخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الفقه الإسلامي؛
4. يمثل الصك نصيبا شائعا في موجودات وحقوك المشروع وديونه التي عليه للغير، ولهذا فأن انتقال حق الملكية لا يرد على الصك على ما يدل عليه من صافي قيمة الأعيان والحقوق؛
5. صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك، باعتباره رب مال في اختصاصه يملكه وما يطرأ عليه من عوارض؛
6. شروط التعاقد تحددها وثيقة اصدار الصك، وهي تشتمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعا في التعاقد؛
7. هناك علاقات تنشأ بالتعامل بالصكوك بين الأطراف، فتوجد علاقة بين حامل الصك وغيره من حملة الصكوك، وهذه علاقة بين الشركاء في ملك واحد، وعلاقة بين حملة الصكوك والجهة المصدرة له، وهي علاقة رب مال بمضارب وليست علاقة دائن بمدين؛
8. الصكوك المالية الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل ، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات.

وقد جرى في اصطلاح الفكر المالي التقليدي إطلاق لفظ الصك على الأوراق المالية عموماً بما في ذلك الأسهم والسندات، كما جاء في المادة (9) من لائحة قانون سوق المال المصري رقم ( 95 ) لسنة 1992 م، لفظ " صكوك الأسهم وصكوك السندات" أي أن الصك يشمل السهم والسند وكل مستند له قيمة، لكن ليس ذلك شائعاً، بل الشائع المشهور أن لكل منهما معنى يخصه والفقهاء المعاصرون فضلوا استعمال لفظ الصكوك كبديل عن لفظ السندات [ii]

### 2 - هياكل الصكوك (أنواع الصكوك)

تعتمد التصنيفات الأكثر شيوعا للصكوك على العقود الشرعية، وتشمل هذه العقود على : البيع بثمن آجل ، والمرابحة والسلم الاستصناع ، والاجارة، والمضاربة ، والوكالة، مع الأخذ بعين الاعتبار أن هذه العقود ليست خاصة بسوق الصكوك ،بل يمكن استخدامها في مجالات الصيرفة الإسلامية ، وإدارة الأصول والسوق النقدي.

ومن جهة نظر الشريعة فلا يوجد ما يمنع من استخدام العقود الشرعية في هيكلة الصكوك دون تفضيل عقد على آخر، لذلك فإن اختيار نوع العقد الشرعي من قبل المصدر في هيكلة صفقة الصكوك يعتمد عل عوامل أخرى الى جانب متطلبات الشريعة، ومن بين هذه العوامل ؛ الأهداف الاقتصادية للمصدر، وتوافر الأصول، ومستوى الدين لدى الشركة المنشئة، والتصنيف الائتماني للمصدر، والإطار القانوني للسلطة القضائية والأثار الضريبية للهيكل.

**الشكل (1): تصنيف الصكوك حسب العقود الشرعية المنية عليها**

الصكوك المبنية على العقود الشرعية

- المبنية على الوكالة
  - الوكالة بالاستثمار
- المبنية على الشراكة
  - المضاربة
  - المشاركة
- المبنية على التأجير
  - الإجارة
  - الإجارة المنتهية بالتمليك
  - الإجارة الموصوفة في الذمة
- المبنية على البيع
  - البيع بثمن آجل
  - المرابحة
  - السلم
  - الاستصناع

**المصدر**: عيسى يوسف بازينة، منى محمد الشيباني، إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 6، العدد 1، 2017.

كما يمكن تصنيف الصكوك الإسلامية بحسب نوع المصدر (شركات، حكومات) ، أو بحسب قابليتها للتبديل أو التحويل (تحويل الصكوك الى أسهم عند الاستحقاق أو عند وقوع أحداث أخرى مؤثرة) ، والصكوك المترابطة ( يتم ربط أداتين معا لا يمكن تداول واحدة منها بشكل منفصل) ، والصكوك التابعة، وصكوك تمويل المشروعات، وفي مثل هذه التصنيفات فإنه يمكن استخدام عدة عقود شرعية تحت أي نوع من الصكوك.

وبالإضافة الى هذه التصنيفات فإن الصكوك بهياكلها المختلفة تصنف عموما على أنها أدوات مدعومة ؛ أو مبنية على أصول بصفتها قائمة على استخدام الأصول بدلا من القروض في هيكلة صفقة التوريق، ولكن يظل هناك فرق بين الصكوك المبنية على الأصول والصكوك المدعومة بالأصول، وقد حظي هذا التفريق باهتمام متزايد في الآونة الأخيرة ، خصوصا بعد حالات التعثر التي شهدها سوق الصكوك. [viii]

### 3 -مراحل التصكيك:

تمر عملية التصكيك في ثلاث مراحل، وهي: مرحلة اصدار الصكوك ، ومرحلة إدارة محفظة الصكوك، ومرحلة اطفاء الصكوك. [ix]

**أولا: مرحلة إصدار الصكوك**

وتتم هذه المرحلة عبر الخطوات الاتية:

الخطوة الأولى: تقوم الشركة المصدرة بتعيين الأصول التي يراد تصكيكها عن طريق حصر ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك، ثم تنقلها الى شركة ذات غرض خاص ((Special Purpose Vehicle

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها أو تأجيرها ، حيث تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها الى وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحولها الى صكوك و تبيعها على المستثمرين.

**ثانيا: إدارة محفظة الصكوك:**

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة ذات غرض خاص بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار، وتجميع العائدات الدورية الناتجة من الأصول وتويعها على المستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

**ثالثا: مرحلة إطفاء الصكوك**

وذلك بدفع قيمة الصكوك في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار.

بالإضافة إلى ما سبق ذكره، تدخل كذلك جهات أخرى في عملية الإصدار وهي مهمة أيضا ولكنها ليست بالطرف الفعال في إصدار الصكوك، وتشمل كلاًّ من: المستشارين الشرعيين،

والمحامين القانونيين، وكذلك المحاسبين والمدققين. والنقاط التالية توضح دور هذه الجهات في تدفق عملية الصكوك: [x]

1- تقوم المؤسسة بتعيين منظم ومدير ومستشار من أجل القيام بدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع، وفي الغالب تكلف بهذا العمل مؤسسات مالية، أو بنوك استثمارية وهي عبارة عن الوصي، أو الوكيل، ويتمثل عملها في ترتيب كل الإجراءات المتعلقة بإصدار الصكوك مع تحديد الهيكل التنظيمي من أجل الخروج بوثيقة أولية تفصيلية لمراحل عملية إصدار الصكوك.

2- بعد دراسة مجلس الإدارة وموافقته على الجدوى المقدمة، يقوم الوكيل أو المؤسسة بعرض لائحة الشروط على المستشارين الشرعيين من أجل المصادقة عليها والتأكد من موافقتها للضوابط الشرعية.

3- المرحلة التالية يتم فيها ترتيب الوثائق القانونية حول الهيكل الشرعي المتفق عليه، سواء من وجهة نظر المصدر، أو من وجهة نظر المنظم. ويلزم على المحامين الذهاب إلى مكاتب الإصدار (المصدر) من أجل إجراء عملية الرقابة القانونية التي تنص عليها هيئة الأوراق المالية.

4- في هذه المرحلة يتم إنشاء شركة ذات غرض خاص (SPV) لتمثل المستثمرين (أو حملة الصكوك) وهي التي تتولى عملية الإصدار، وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابة عن المصدر مقابل أجر أو عمولة يحددها الاتفاق بين الطرفين، أو تتضمنها نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بين المصدر ووكيل الإصدار )المنشئ( على أساس عقد وكالة بأجر مثلا.

5- وبعد الانتهاء من كل المراحل السابقة يقوم المنشئ أو الوكيل بتقديم طلب لهيئة الأوراق المالية من أجل الحصول على موافقة، ويشمل مجموعة من الوثائق، كاستمارة الطلب، والرسالة الأصلية المصادق عليها من طرف المستشارين الشرعيين، والتي تثبت امتثال المشروع للضوابط الشرعية.

6- بعد الموافقة على الخطة من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، يتم طرح الصكوك للتداول وبيعها للمستثمرين.

### 4 -الفرق بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية التقليدية:

تتلخص أهم أوجه الاختلاف والتشابه بين الصكوك والأوراق المالية التقليدية في النقاط التالية: [xi]

**أولا: الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات**

تشترك الصكوك مع السندات في الأمور الآتية:

- كلاهما أوراق مالية متداولة، غرضها الأساس هو التمويل؛
- كلاهما أوراق الية ذات استقرار كبير ، ومخاطر متدنية؛

- يمكن من خلالهما إدارة السيولة النقدية، وتمويل الأغراض المختلفة.
- وتختلف الصكوك عن السندات فيما يأتي:
- إن الصك كالسهم يمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مشروع أو نشا استثماري، أما السند فيمثل ذمة في مصدره ولا يتعلق بموجودات عينية
- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة ، ولا بمركزها المالي بطريقة مباشرة ؛ لأنه يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد الاستحقاق المدونة فيه، مضافا اليها الفوائد المحددة سلفا ؛ بخلاف حامل الصك الذي يتأثر بنتيجة أعمال المشروع، حيث شارك في الاعمال المحققة ، كما يتحمل المخاطر والخسائر التي قد يتعرض لها المشروع، فله الغنم وعليه الغرم.
- إن عوائد الصكوك ليست التزاما في ذمة المصدر ، أي وانما هي ربح مصدره النشاط الذي استخدمت فيه أموال حملة الصكوك. فإذا كان الصك صك أعيان مؤجرة فعائده متحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصككة، وان كان صك مضاربة فعائد الصك يتحقق من ريع المضاربة؛ أما العوائد في السندات هي التزام من المقترض (مصدر السند) ، وهي ثابتة في ذمته يلمه الوفاء في مواعيد استحقاقها، وعليه يكون العائد زيادة في القرض ، وهو من الربا المحرم شرعا، فالعلاقة بين السند والمصدر علاقة دائن بمدين ، أما الصكوك فقيمتها الاسمية ليست مضمونة على المصدر ومن ثم لا تكون دينا في ذمة المصدر.
- عند تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها ، أما حامل الصك فليس له الأولوية، وانما تصرف له نسبة مما يتبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون.

ويتبن من الفروق هذه أن الصكوك أوراق مالية جائزة شرعا، بينما السندات أوراق مالية محرمة.

**ثانيا: الفرق بين الصكوك والأسهم:**

الصكوك تشبه الأسهم في جوانب وتختلف عنها في جوانب أخرى:

تشترك الصكوك مع الأسهم في الأمور الآتية:

- كلاهما يمثل حصة شائعة في صافي موجودات الشركة أو المشروع، وهذه الموجودات تشتمل غالبا على الأعيان والمنافع والحقوق، ثم فيما تؤول اليه هذه الموجودات من نقود أو ديون؛
- يستحق مالك السهم والصك حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع تتناسب مع قيمة الأسهم التي يملكها في الشركة أو الصك الذي يملكه في المشروع؛
- يقوم كل من الصك والسهم مقام الحصة الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع في التسلم والقبض والحيازة، وهي أمور تلزم لصحة التصرف؛
- الصك والسهم ورقتان ماليتان قيمتهما الاسمية غير مضمونة على المصدر.

**وتختلف الصكوك عن الأسهم فيما يأتي:**

- أن الصكوك –في أغلب هياكلها– أداة تمويل خارج الميزانية ؛ بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة؛ وعليه فحامل الصك ممول للشركة المصدرة ، أما مالك السهم فهو مالك وشريك في حصة مشاعة في رأس مال الشركة، وبناءا عليه فالسهم يعطي لصاحبه حقا في حضور الجمعية العامة للشركة والتصويت والاشتراك في الإدارة، وغير ذلك، بينما لا يمنح حامل الصك هذه الحقوق.
- السهم مشاركة دائمة في الشركة، وتستمر مدى حياة الشركة وان انتقلت ملكيتها من شخص لآخر، لأنها تمثل رأس مال الشركة المصدر، فهي غير قابلة للرد من قبل الشركة، أما الصكوك فليست دائمة دوام الشركة المصدرة لها كالأسهم، بل ان لها أجلا يجري تصفيتها فيه بالرق المنصوص عليها في نشرة الإصدار ، فقد يكون اصدار الصكوك لتمويل مشروع بريقة المشاركة المتناقصة أو الاجارة المنتهية بالتمليك، بحيث تؤول ملكية المشروع الى الطرف الآخر على مراحل زمنية معينة.
- أن الأسهم تقتصر على كونها حقوقا للملكية على المشاع في موجودات شركة قانونية بعينها، أما الصكوك فهي وان كانت حقوقا على المشاع في موجودات، إلا أنها ليست مقصورة على موجودات شركة بعينها.
- إن هيكل إصدار الصكوك يجعل العائد عليها وثمنها في السوق أقل تقلبا ، فالصكوك ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم فهي أوراق مالية عالية المخاطر.
- لحامل السهم نصيب من أصول الشركة عند تصفيتها وتسديد ما عليها من ديون قل أو كثر، أما الصكوك فهي مصممة بحيث تمكن حملتها من استرداد رؤوس أموالهم عند انتهاء مدتها بغض النظر عن قيمة أصول المصدر للصكوك أو قدرته على سداد ديونه للآخرين، فالصكوك أوراق مالية لها تاريخ استحقا (اطفاء) ، بينما الأسهم أوراق مالية غير مؤقتة.



## المبحث الثاني:
## واقع صناعة الصكوك الإسلامية عالميا

**أولا: حجم الاصدارات الإجمالي في سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2018**

في إطار عمليات التصكيك الإسلامي زاد حجم الطلب على الصكوك الإسلامية بمعدلات تتجاوز 45 بالمئة سنويا، وحققت تجربة إصدارها قبولا معتبرا من المستثمرين بسبب عوائدها المرتفعة نسبيا مقارنة بغيرها من الأدوات المالية الأخرى، كما أن هذا الاقبال لم يكن مقتصرا على دول العالم الإسلامي فحسب، بل تعدى الى دول أوروبا والولايات المتحدة ، خاصة بعد النمو الملحوظ في إصدارات الصكوك الإسلامية لدول الخليج.

وقد شكلت الضوابط الشرعية والمحاسبية التي تحكم وتنظم إصدارات الصكوك الإسلامية خاصة تلك المتمثلة في المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية (AAOIFI) بدولة البحرين إطارا مقننا ، ومنهجا عمليا للصكوك ، ساهم في نشر ثقافة التصكيك بين دول العالم، مع قيام بعض الدول بطوير منتجات في إطار عمليات التوريق الإسلامي ، وهذا الجانب فقد بادرت العديد من الدول الى اصدار صكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وأسست مؤشرات مالية لقياس أدائها ومنها مؤشر داوجونز سيتي غروب Dow Jones Citigroup ومؤشر تومسون رويترز Thomson Reuters لقياس أداء الصكوك الإسلامية.[xii]

ستعرض في هذا الفقرة بعض الإحصاءات الأساسية حول تطورات سوق الصكوك الاسلامية منذ انطلاق سوق الصكوك في عام 2001 م. ولتسهيل متابعة هذه التطورات نوضح بأن العادة جرت على تقسيم سوق الصكوك إلى ثلاث شرائح: (1) سوق الصكوك السيادية (2) وشبه السيادية (3) وصكوك الشركات. كما تصنف هذه الصكوك إلى( 1) محلية؛ وهي التي تصدر بالعملة المحلية للبلد وتكتفي باستيفاء المعايير المحلية لإصدار الصكوك (2) ودولية؛ وهي التي تصدر بعملة دولية رائجة مثل الدولار، وفي الغالب تطرح في السوق الدولية وفق اشتراطات أكثر صرامة خاصة فيما يتعلق بمتطلبات التصنيف الائتماني.[xiii]

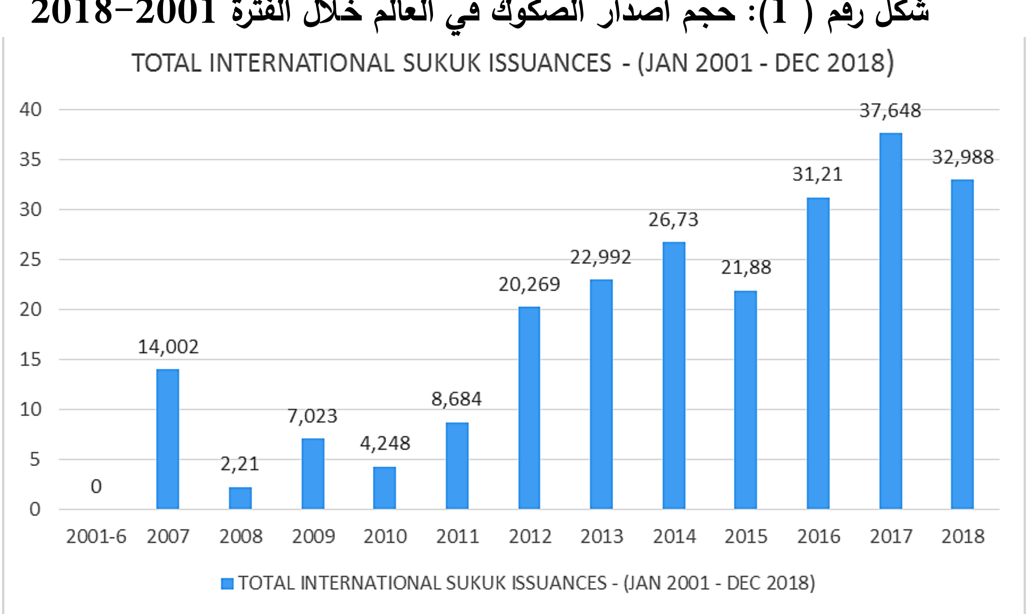
يشير تقرير الصكوك السنوي الأخير للسوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM) أن إصدارات الصكوك العالمية خلال عام 2018 قد بلغت 123.2 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل زيادة متواضعة قدرها 5.5 % عن إصدارات سوق الصكوك الأولية لعام 2017 البالغة قيمتها 116.7 مليار دولار أمريكي.

ويشير التقرير البحثي أيضا إلى أن 90.44% من الصكوك القائمة والبالغة قيمتها 443.78 مليار دولار أمريكي تصدر حاليا من عدد قليل من الأسواق الرئيسة في إصدار الصكوك وهي ماليزيا ، والمملكة العربية السعودية، والإمارات العربية المتحدة ، وإندونيسيا، والبحرين في حين أن

دولا أخرى مثل تركيا وباكستان وقطر وعمان ومناطق أخرى مثل أفريقيا على وجه الخصوص من المرجح أن تقوم بزيادة حصتها في السوق بشكل تدريجي خلال السنوات القادمة.

والشكل الموالي يوضح تطور حجم اصدار الصكوك في العالم خلال الفترة 2001-2018

**شكل رقم ( 1): حجم اصدار الصكوك في العالم خلال الفترة 2001–2018**




**Source** : IIFM Sukuk Report 2019 p :2 1

نلاحظ من الشكل أعلاه أنه هناك نمو سريع في الحجم الإجمالي للصكوك الإسلامية المصدرة، فبعد أن كان الحجم الإجمالي للصكوك المصدرة عام 2000 يقدر ب 336 مليون دولار بمعدل ثلاثة إصدارات فقط[xiv] ، فقد وصلت قبل الازمة المالية العالمية الى حوالي 50 مليار دولار أمريكي، ويرجع السبب في ذلك الى الارتفاع في أسعار النفط و النمو الاقتصادي السريع للدول العربية النفطية بشكل عام ودول مجلس التعاون الخليجي بشكل خاص، ولكن في عام 2008 فقد تسبب النقص العالمي في السيولة نتيجة أزمة الديون العقارية في العالم الغربي ، وكذلك الخلاف بين الفقهاء حول الأساليب التي كانت تستخدم في تقديم ضمانات لحملة الأسهم ، في انحسار النمو في إصدارها بدرجة كبيرة [xv]، حيث لم يتجاوز ما أصدر منها ذلك العام حوالي24,337 مليار دولار مسجلة بذلك تراجعا كبيرا مقارنة بعام 2007 والتي بلغ فيها حجم الإصدار العالمي للصكوك قيمة 50,184 مليار دولار.

ولقد بلغ حجم الإصدار العالمي أعلى مستوياته عام 2012 بقيمة 137,599 مليار دولار بعدما كانت 93,173 مليار دولار عام 2011. غير أن حجم الإصدارات العالمية سجل تراجعا خلال سنة 2013 ويرجع المحللين الاقتصاديين سبب هذا التراجع الى تباطؤ النمو العالمي سنة 2013 خاصة في دول الشرق الاوسط جراء الاحداث السياسية التي تشهدها مناطق كثيرة، ولكن رغم هذا التراجع

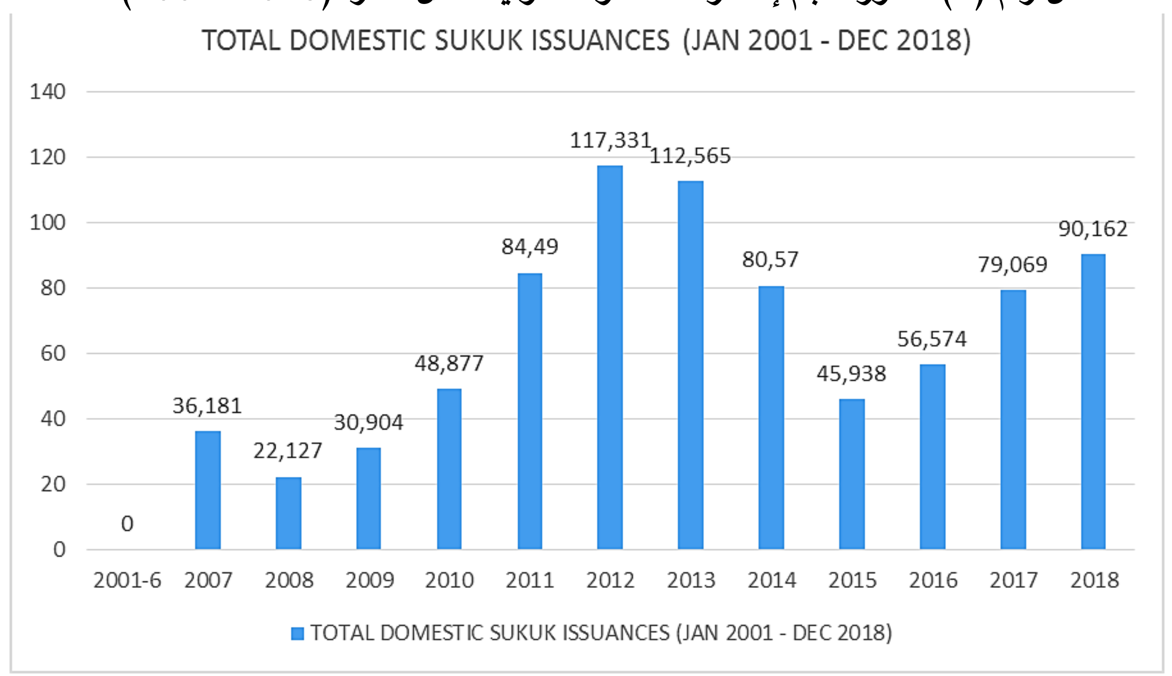
في إصدارات سوق الصكوك الإسلامية إلا أن هذه السوق شهدت دخول مصدرين جدد من جزر المالديف ونيجيريا وسلطنة عمان. [xvi]

في حين سجلت سنة 2015 تراجعا كبيرا في الحجم الإجمالي للصكوك العالمية مقارنة ب 2014 و2013 وهذ راجع الى تراجع أسعار النفط من 115 دولار أمريكي للبرميل في يونيو 2014 إلى حوالي 80 دولار أمريكي للبرميل في الربع الأخير من 2014 و 58 دولار أمريكي للبرميل في الربع الأول من 2015 بالإضافة الى مخاطر تقلبات أسعار الصرف في الدول الناشئة. [xvii]

أما في سنة 2016، فقد حقق سوق الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية أداء جيد، أين بلغ حجم الإصدارات العالمية للصكوك في هذه السنة 87,784 مليار دولار أمريكي ،ويرجع الجزء الأكبر في زيادة حجم الإصدارات العالمية للصكوك خلال هذه السنة إلى دول آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وبدرجة أقل إندونيسيا وتركيا التي تعرف هي الأخرى اتساعا في حصتها السوقية ، في حين تواصل ماليزيا هيمنتها على سوق الصكوك. [xviii]

أما الاستقرار الذي حققه سوق الإصدارات العالمية خلال السنوات الأخيرة ، أين سجل زيادة طفيفة ب 5 % عام 2018 مقارنة ب 2017 ، فمرده بشكل أساسي إلى إصدارات الصكوك السيادية في آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وإفريقيا ومناطق أخرى ، بينما استمرت ماليزيا في هيمنتها على سوق الصكوك العالمي، إلى جانب زيادة الحصص السوقية لبعض الدول كإندونيسيا والامارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية. [xix]

**الشكل رقم (2): تطور حجم إصدارات الصكوك الدولية خلال الفترة (2001-2018)**




**Source** : IIFM Sukuk Report 2019 p :2 4

بلغت القيمة الاجمالية لإصدارات الصكوك الدولية عام 2018 ب 32،98 مليار دولار مقارنة ب 37،64 مليار دولار عام 2017 مسجلة بذلك انخفاضا قدره 4،66 مليار دولار أي بنسبة 14

بالمئة، وبهذا تكون سنة 2017 قد سجلت أعلى قيمة في حجم الإصدارات الدولية للصكوك منذ بداية سوق الصكوك عام 2001. [xx]

وأهم إصدارات سوق الصكوك الدولية عام 2018 كانت كالاتي:[xxi]

-إصدار بنك أبو ظبي الإسلامي لصكوك غير محدودة المدة بقيمة 750 مليون دولار؛

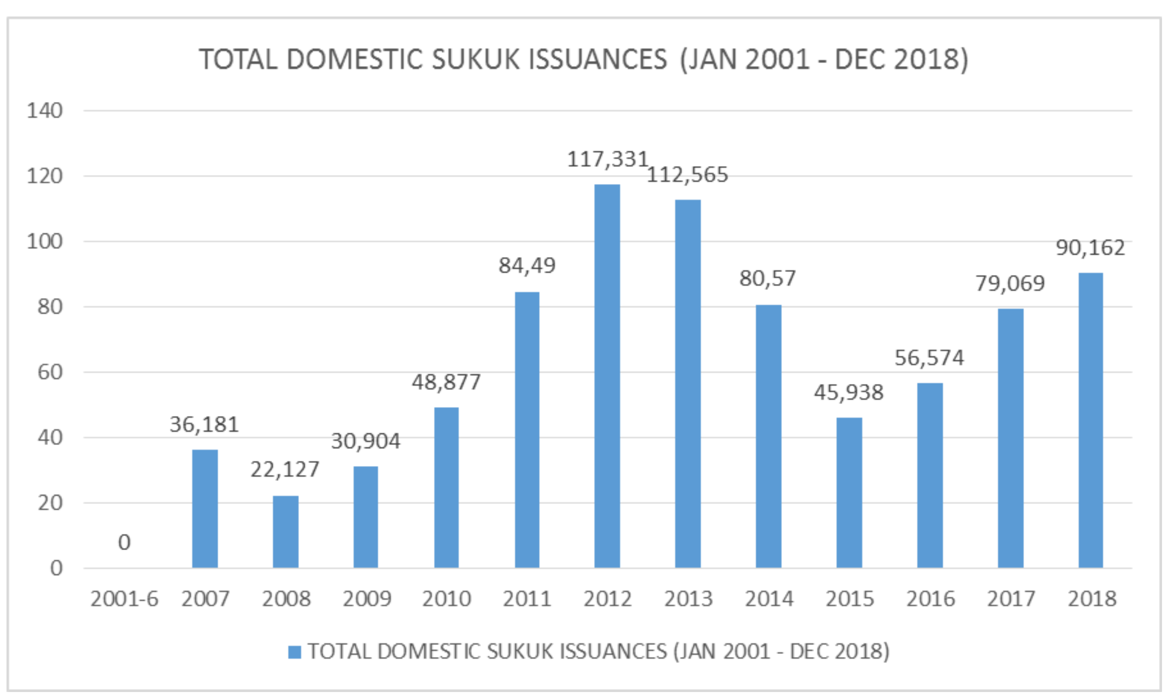
-إصدار شركة السعودية للكهرباء لصكوك الإجارة بقيمة 2 مليار دولار؛

-إصدار وزارة المالية التركية لصكوك الاجارة بقيمة 622 مليون أورو ؛

-إصدار حكومة البحرين لصكوك الاجارة بقيمة 1 مليار دولار؛

-إصدار حكومة اندونيسيا لصكوك الوكالة بقيمة 3 مليار دولار.

**الشكل رقم (3): تطور حجم اصدارات الصكوك المحلية خلال الفترة (2001-2018)**




**Source : IIFM Sukuk Report 2019 p :25**

سجل حجم إصدارات الصكوك المحلية ارتفعا بنسبة 14 بالمئة عام 2018 مقارنة بعام 2017 ، ويعود الجزء الأكبر في الزيادة إلى السوق الماليزي بقيمة 48،6 مليار دولار، وتليها المملكة العربية السعودية بقيمة 14،2 مليار دولار ثم إندونيسيا بقيمة 13،5 مليار وفي الأخير تركيا بقيمة 6،8 مليار دولار [xxii].

وأهم إصدارات سوق الصكوك المحلي عام 2018 كانت كالاتي: [xxiii]

-إصدارات حكومة ماليزيا لصكوك سيادية محلية بقيمة 16 مليار دولار ؛

-إصدارات المملكة العربية السعودية لصكوك سيادية محلية بقيمة 11،4 مليار دولار.

أما بالنسبة للعملة الأكثر استعمالا في إصدار الصكوك الإسلامية هي العملة الماليزية ليأتي بعدها مباشرة الدولار الأمريكي، حيث أشار التقرير الأخير للسوق المالية الإسلامية الدولية أن

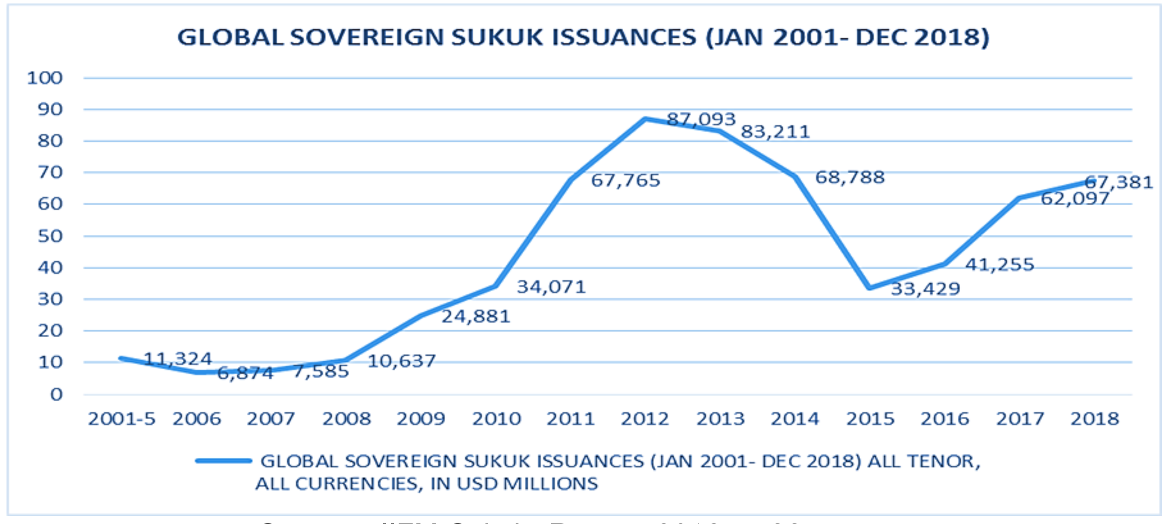
العملة الماليزية " الرينجيت الماليزي" هي العملة المهيمنة في سوق الصكوك العالمي بنسبة % 50,55 وذلك نظرا لان السوق الماليزي هو سوق محلي بالدرجة الأولى، في حين تستحوذ الإصدارات المقومة بالدولار الأمريكي على نسبة 21.86% من اجمالي الإصدارات العالمية، وتجدر الإشارة إلى أنه إلى جانب العملة لماليزية والدولار الأمريكي، فهناك عملات أخرى تقوم بها الصكوك المصدرة وهي تشكل مجتمعة 26 عملة، [xxiv]

**ثانيا: حجم إصدارات سوق الصكوك الاسلامية حسب الجهة المصدرة خلال الفترة (2001-2018):**

تشكل الصكوك السيادية أهم العوامل التي تسهم في تنشيط و نمو سوق الصكوك، ويشير تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية بأنه هناك زيادة في إصدارات الصكوك السيادية خلال عام 2018 ويواصل المصدرين السيادين بقيادة المملكة العربية السعودية واندونيسيا وماليزيا وتركيا في تدعيم سوق الصكوك العالمي . وقد سجلت إصدارات الصكوك السيادية مند نشأتها قيمة 606،3 مليار دولار عام 2018 ، أي بنسبة 55 بالمئة تقريبا من اجمالي الإصدارات الكلية للصكوك ، ويبن الشكل الموالي اتجاه إصدارات الصكوك السيادية خلال الفترة 2001-2018. [xxv]



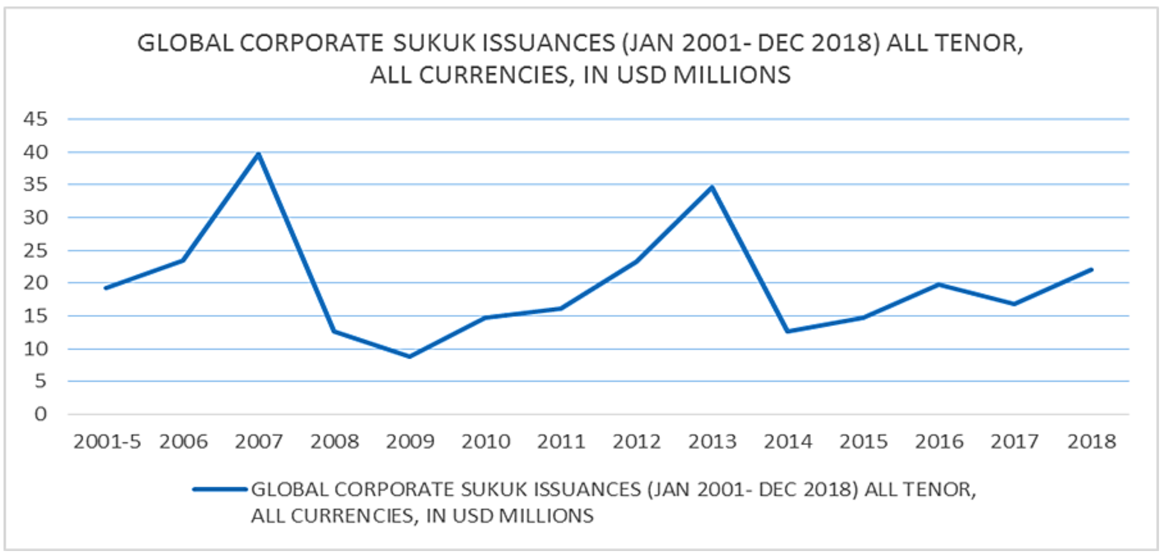
**الشكل(4): اتجاه حجم إصدارات الصكوك السيادية خلال الفترة(2001-2018)**




Source : IIFM Sukuk Report 2019 p :33

وبناءا على اتجاهات إجمالي الإصدارات السيادية كما هو مبين في الشكل أعلاه فإن سوق الصكوك يتمتع بقاعدة متينة قادرة على التصدي للصدمات الاقتصادية، في حين كانت إصدارات قطاع الشركات تتأثر بالدورات والظروف الاقتصادية فتتجه نحو الارتفاع عند الظروف الاقتصادية المواتية وتميل الى الانخفاض عند الاكماش الاقتصادي و تراجع النمو الاقتصادي، وكما هو موضح في الشكل الموالي فقد كان هناك ارتفاع في الإصدار الكلي لصكوك الشركات بقيمة 5،20 مليار دولار خلال عام 2018 أي بنسبة 30 بالمئة مقارنة بعام 2017

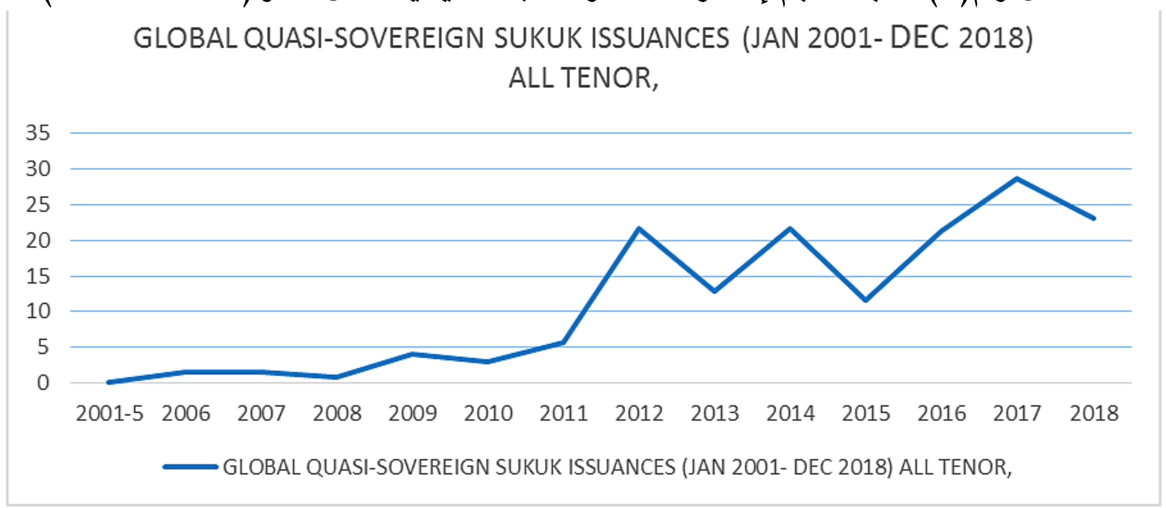
**الشكل رقم (5): اتجاه حجم إصدارات الصكوك الشركات خلال الفترة(2018-2001)**




Source : IIFM Sukuk Report 2019 p :33

وكما هو مبين في الشكل أعلاه فقد بلغت إصدارات الشركات أعلى مستوياتها في سنتي 2007 و2013 ، لتسجل بعدها هبوطا بنسبة 30 و 40 بالمئة خلال سنتي 2008 و2014 على التوالي، وهذا من طبيعة القطاع الخاص إذ يعتبر من أكثر القطاعات حساسية للظروف الاقتصادية فيميل الى التقليل من الانفاق والمشاريع التنموية والتوسعية عند تدني الظروف الاقتصادية، أما في سنة 2018 فقد شهدت إصدارات قطاع الشركات ارتفاعا محسوسا، مما يعني أن هدا القطاع بإمكانه أن يكون أهم مصدري الصكوك –كما هو الحال في ماليزيا– أو على الأقل في الدول الإسلامية الرائدة.

**الشكل رقم(6): اتجاه حجم إصدارات الصكوك شبه السيادية خلال الفترة(2018-2001)**




Source : IIFM Sukuk Report 2019 p :35

يوضح الشكل أعلاه أن إصدارات الصكوك شبه السيادية مستقلة عن الدورات الاقتصادية وان نموها لا يتأثر بحالة الاقتصاد والدورات الاقتصادية ،وأن إصدارات الصكوك السيادية كانت في الغالب من قطاع الكهرباء و الطاقة و الطيران و القطاع المالي وقطاعات تطوير البنى التحتية إلى جانب صندوق الاستثمار الوطني الماليزي -خزانة ناسيونال بيرهاد Khazanah Nasional.[xxvi]

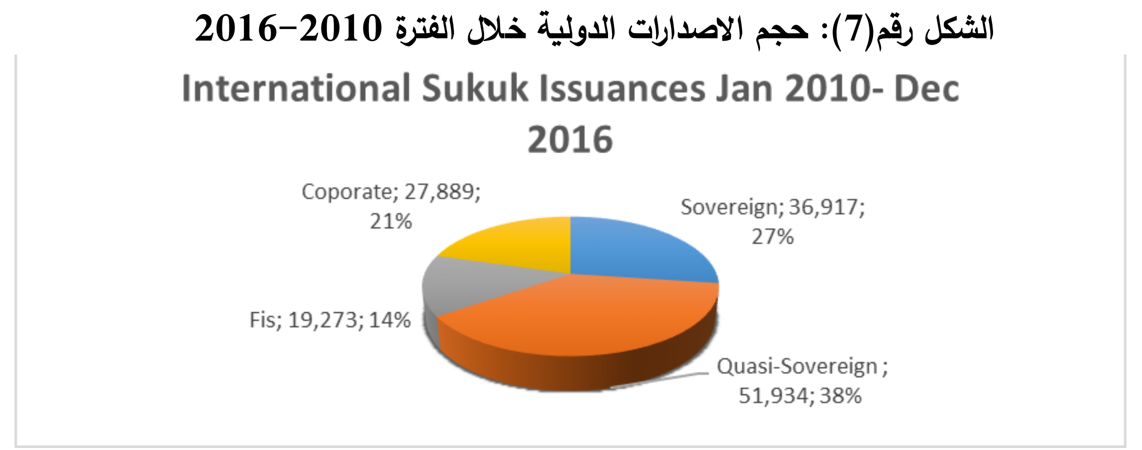
وخلال الفترة الممتدة بين 2003 -2011 فقد فكانت معظم إصدارات الصكوك شبه السيادية هي من جانب وزارة المالية الماليزية و الصندوق السيادي الماليزي Khazanah Nasional, وبنك التنمية الإسلامي السعودي مع الإشارة أن حجم إصدارات الصكوك السيادية قد انخفض بقيمة 4،248 مليار دولار خلا عام 2018 مقارنة بعام 2017.

**شكل رقم(6): حجم الإصدارات الدولية خلال عام 2018**

International Sukuk Issuances Jan 2018- Dec 2018
Coperorate; 6,76; 20%
Sovereign; 9,222; 28%
Fis; 4,287; 13%
Quasi-Sovereign.; 12,719; 39%

Source : IIFM Sukuk Report 2019 p :35

**الشكل رقم(7): حجم الاصدارات الدولية خلال الفترة 2010-2016**




Source : IIFM Sukuk Report 2019 p :35

وأشار التقرير السنوي للسوق المالية الدولية الإسلامية أنه خلال الفترة الممتدة بين 2003 – 2011 فقد فكانت معظم إصدارات الصكوك شبه السيادية هي من جانب وزارة المالية الماليزية و Khazanah Nasional, وبنك التنمية الإسلامي السعودي، مع الإشارة أن حجم إصدارات الصكوك السيادية قد انخفض بقيمة 4،248 مليار دولار خلا عام 2018 مقارنة بعام 2017.

ويوضح الرسم أعلاه أن الصكوك السيادية وشبه السيادية مازالت تهيمن على سوق الصكوك الدولي خلال عام 2018 بنسبة 67 بالمئة مقارنة ب 65 بالمئة خلال الفترة 2010-2016 ، أما خلال عام 2018 فقد ارتفعت حصة مساهمة قطاع الشركات والهيئات المالية إلى 20 بالمئة و13 بالمئة على التوالي مقارنة ب 8 بالمئة و7 بالمئة على التوالي خلال السنة الماضية، وأشار التقرير إلى أنه نظرا للظروف الاقتصادية والجيو سياسية الصعبة في مناطق مختلفة من العالم فإنه من المتوقع أن يستمر نمو سوق الصكوك ولكن بقيادة مصدري الصكوك السيادية وشبه السيادية.

أما فيما يخص إصدارات المؤسسات المالية فهي تعد من المصدرين النشطين في سوق الصكوك مند نشأة سوق الصكوك، وكانت اصداراتها في البداية قائمة على قاعدة معدلات الربح العائمة والتي تتناسب مع إدارة موازناتها، ولكن مع بداية 2010 أخدت هذه المؤسسات في إصدار صكوك الشريحة الأولى والثانية لتلبية متطلبات معايير بازل 3 فيما يخص التزامات كفاية رأس المال . [xxvii]

## المبحث الثالث:
## صناعة الصكوك في ماليزيا:

### أولا: واقع صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا

تصدرت ماليزيا سوق الإصدار العالمي للصكوك بنسبة 50,5 %مع نهاية شهر أكتوبر عام 2018، وتلتها في الترتيب المملكة العربية السعودية بنسبة 19,9 بالمئة ، و حافظت خلال النصف الأول من عام 2018 على هيمنتها في إصدار الصكوك على المستوى العالمي بنسبة 41 بالمئة مقارنة ب 33 بالمئة خلال سنة 2017، وقد قامت ماليزيا خلال هده الفترة بإصدار ما قيمته 22،4 بليون دولار مليار أي بزيادة قدرها 9 %مقارنة بالنصف الأول لعام 2017، وكان مرد هده الزيادة الى زيادة اصدار قطاع الشركات وزيادة حجم الإصدارات قصير الاجل التي قام بها البنك المركزي الماليزي-لإدارة الخزينة الإسلامية-وما يزال سوق الصكوك المحلي في ماليزيا محطة-منصة جدب للحكومة وقطاع الشركات والتي تلجأ لهده السوق لتعبئة رؤوس الأموال طويلة الاجل واللازمة لسد الاحتياجات الاقتصادية والتجارية واحتياجات تطوير البنى التحتية ، وقد بلغت قيمة اجمالي الصكوك المصدرة الحكومية والشركات 99،36 مليار رينجيت ماليزي خلال النصف الاول من عام 2018 أي بنسبة 52،02 %من حجم الإصدار الكلي للسندات، بالمقارنة مع 79،01 مليار رينجيت ماليزي خلال النصف الأول من عام 2017، أما قيمة اجمالي الصكوك القائمة أو المستحقة فكانت 818،41 مليار رينجيت ماليزي أي بنسبة 59، 59 % من الحجم الكلي للسندات المستحقة بالمقارنة مع 718،41 مليار رينجيت خلال النصف الأول من عام 2017 .

أما حجم الصكوك المصدرة من قطاع الشركات فكان يمثل 75،22 بالمئة من حجم الإصدار الكلي للسندات والصكوك الاسلامية .[xxviii]

إن أزول ظهور للصكوك الإسلامية في السوق الماليزية كان عام 1990، عندما قامت شركة Shell MDS Sdn Bhd بإصدار صكوك مبنية على البيع الآجل، بقيمة 50 مليون دولار أمريكي، وفي عام 1997 قامت شركة Khazanah ، جهاز الاستثمار التابع لحكومة ماليزيا بإصدار صكوك مبنية على بيع الدين والمرابحة بقيمة 750 مليون دولار أمريكي ولمدة 5 سنوات ، وتعد هذه الصكوك أول صكوك قابلة للتداول تم إصدارها في سوق ماليزيا

وفي عام 2002 أصدرت حكومة ماليزيا أول اصدار من الصكوك السيادية تمثلت في شهادات الائتمان السيادية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي، تستحق عام 2007، وهي صكوك مبنية على الإجارة، بمعدل سعر عائم يستند الى منحنى الائتمان السيادي لحكومة ماليزيا عوضا عن قيمة الأصول.

كما قامت ولاية Sarawaka الماليزية في ديسمبر عام 2004 بإصدار صكوك مبنية على الإجارة بقيمة بلغت 350 مليون دولار امريكي لمدة 5 سنوات ، وتولى بنك نورينا البحريني إدارة عملية الاكتتاب الخاصة بهذه الصفقة، وفي عام 2005 قام البنك الدولي بإصدار صكوك إسلامية بقيمة 760 رينجيت ولمدة 5 سنوات .

وتعتبر ماليزيا الدولة التي مازالت تستحوذ على حصة سوقية من اصدار الصكوك عالميا وبنسبة 71,38 % من حجم الإصدارات العالمية حتى 2015.

**ثانيا: عوامل نجاح التجربة الماليزية في اصدار الصكوك الاسلامية**

ولعل من أهم أسباب نجاح الصكوك الإسلامية في ماليزيا يعود الى قيام الحكومة الماليزية بإصدار العديد من السياسات وسن القوانين واللوائح التنظيمية الخاصة بالمؤسسات المالية الإسلامي، كتلك القوانين واللوائح المتعلقة بتنظيم الهيئات الشرعية والاطار التنظيمي الاحترازي للبنوك، بالإضافة الى تطوير المراكز البحثية المتخصصة في التمويل الإسلامي، مع وجود سوق مالية نشطة، في ظل وجود نظام ضريبي حر، كل ذلك جعل من السوق الماليزية وجهة مفضلة لإدراج الصكوك الإسلامية المحلية والدولية، بالإضافة الى الاهتمام النوعي للمصرف المركزي الماليزي بتوفير رأس المال البشري المؤهل والمدرب من خلال المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي The Global University of Islamic Finance والأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية.

**-الأطر التوجيهية والتنظيمية لإصدار الصكوك (الإطار القانوني والشرعي والرقابي):**[xxix]

يعد الإطار القانوني والشرعي من الأطر والمبادئ المهمة في عملية تنظيم الصكوك الإسلامية وإصدارها، والتي تحتاج إلى جهات رقابية رسمية تسهر على إصدار صكوك تتلاءم مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ومن هذا المنطلق قامت الحكومة الماليزية بالاعتماد على هيئات تتمثل في:

1-هيئات الرقابة العامة وتشمل هيئة الأوراق المالية الماليزية، والبنك المركزي، وهيئة الشركات الماليزية.

2-الهيئات غير الحكومية وتمثل المؤسسات الحكومية والممارسين في الميدان.

3- الهيئات العالمية الداعمة للسوق والتي تشتغل على المستوى العالمي.

ويعتبر هذا الإطار التنظيمي بمثابة مجموعة من القوانين والضوابط والإجراءات والهيئات التي تحدد قواعد السوق الذي تعمل فيه الصناعة المالية، وذلك بهدف حماية المستهلكين ووضع القيود العادلة للمنافسة، والمعايير المناسبة التي تضبط سلوكيات

الناشطين في السوق، بالإضافة لتطوير السلوك المهني بين المتعاملين في السوق لضمان العدالة والشفافية، مع الالتزام بتطبيق الإطار التنظيمي القائم على مبدأ الإفصاح وحوكمة الشركات في السوق. ويعتبر قانون المصارف الإسلامية IBA 1983 أول قانون تنظيمي اعتمد من طرف السلطات الماليزية لتنظيم أعمال الصيرفة الإسلامية بماليزيا. تبعه بعد ذلك قانون التكافل عام 1984 ، وقانون المؤسسات (CBMA) لعام 1989 ،وقانون بنك ماليزيا المركزي (BAFIA) لعام 2009. وتعتبر ذروة هذه الجهود إصدار قانون الخدمات المالية الإسلامية IFSAفي عام 2013 والذي يعتبر قانونا شاملا للخدمات المالية الإسلامية. ومع النمو المتسارع الذي تشهده هذه الصناعة خاصة في مجال الادارة والامتثال لأحكام الشريعة، تم مؤخراً إصدار مسودة من طرف البنك المركزي لتعزيز الحوكمة الشرعية في مؤسسات التمويل الإسلامي وذلك من خلال تعزيز الرقابة الشرعية وتحسين وظائف الرقابة الداخلية على مستوى مؤسسات المالية الإسلامية.

## المبحث الرابع:
## التحديات التي تواجه عملية إصدار الصكوك:

حققت الصكوك الإسلامية في السنوات الأخيرة قفزة نوعية من حيث حجم التنوع وحجم العائدات، وحازت اهتمام الأسواق المالية والعالمية. ورغم أهميتها وانتشارها إلا أن ثمة تحديات متعددة تَعُوقُ تطورها وتقدّمها، والنقاط التالية تبرز أهم الإشكالات التي تَعُوقُ تطور الصكوك الإسلامية: [xxx]

-تضارب الفتاوى والاجتهادات الفقهية على المستوى المحلي والإقليمي، وذلك يتمثل في وجود فتاوى مختلفة ومتعارضة صادرة من الهيئات الشرعية والرقابية على المستويين المحلي والإقليمي. وعليه فإن توحيد المرجعية الشرعية للصناعة المالية الإسلامية قد تتحقق به مصلحة كبيرة للصناعة المالية الإسلامية غير أنه يجب أن يبنى على أسس متينة مقدماتها تقويم واقع الصناعة المالية الإسلامية اتجاه الاختلاف الفقهي وموقفها من أبرز المؤسسات التي تمثل هذه المرجعيات. بالإضافة إلى ذلك فإني أرى أن التنسيق بين الهيئات

الشرعية العليا في البنوك المركزية يعتبر ضرورة لفهم عمل الهيئات الشرعية المختلفة ولوضع لبنات للتقارب والمواءمة وللتقليل من حدة الاختلاف ومن ثم توحيد المرجعية الشرعية. والمواءمة هنا لا تعني انكار التنوع والاختلاف بل الهدف منه هو تعزيز ثقة كل الأطراف ذات المصلحة من مستثمرين وجمهور العملاء والمساهمة في تحقيق تنافسية كبيرة للصناعة المالية التقليدية.

بالإضافة إلى ذلك يمكن أن يساهم التنسيق بين الهيئات الشرعية العليا في البنوك المركزية إلى فهم الاسباب الكامنة وراء هذا الاختلاف وإيجاد الطرق أو الوسائل التي يمكن أن تخفف منه. فالهدف العام هو التقليل من الخلافات الشرعية وحتى القانونية وحصرها قدر المستطاع من خلال معرفة وفهم طرق عمل الهيئات الشرعية ووضع لبنات للتقارب والمواءمة للتخفيف من حدة الاختلاف.

ويمكن لأهداف التنسيق أن توجه للتواصل لمعرفة وفهم طرق عمل الهيئات الشرعية المختلفة. وفي المدى المتوسط يمكن أن تشمل وضع لبنات للتقارب والمواءمة للتخفيف من حدة التنوع والاختلاف. وفي المدى الطويل يمكن أن يكون الهدف من التنسيق بين الهيئات الشرعية العليا في البنوك المركزية توحيد المعايير وتأسيس مرجعية تنطوي تحتها كل الهيئات وتكون لها أدوات إرشادية فيها نسبة من المرونة. وقد كان لماليزيا شرف استضافة الهيئات الشرعية العليا لعدد من البنوك الإسلامية والذي احتضنه البنك المركزي الماليزي في 3 أكتوبر 2018 وشارك فيه 30 عضوا من الهيئات الاستشارية الشرعية من هيئات الرقابة العليا لسبع دول وهي: ماليزيا والبحرين والامارات والسودان ونيجيريا وبروناي ومالديف.

ومثل الاجتماع أول منصة اجتمع من خلالها أعضاء الهيئات الاستشارية الشرعية العليا لعدد من الدول بكوالالمبور وذلك في اطار تبادل الخبرات والآراء والافكار حول العديد من القضايا خاصة الشرعية منها. بالإضافة الى ذلك، درس الاجتماع سبل تعزيز التعاون بين الهيئات الشرعية وذلك من خلال فهم عمل الهيئة الشرعية لكل بلد والمعايير الشرعية المعتمدة والاطار القانوني والرقابي والشرعي؛ وذلك بهدف دراسة امكانية التقارب والمواءمة بينها والنهوض بالصناعة المالية الإسلامية.

- إشكالية ملكية حملة الصكوك للأصول، ويتمثل ذلك في أن معظم الصكوك التي صدرت من نوع الصكوك القائمة على الأصول، يتم فيها نقل الملكية المنفعية لحملة الصكوك دون الملكية القانونية. والأصل أن يتم تسجيلها بأسماء مالكيها الحقيقيين؛ وإن تعذر ذلك قانونيا فلا بد من توفر الضوابط الشرعية والمتمثلة في:

-ألا يكون من باب التحايل أو ذريعة للوصول إلى قرض بفائدة

- ألا يترتب على عدم التسجيل حرمان المالك الحقيقي من نتائج ملكيته في الربح والخسارة.

- ألا يترتب على عدم التسجيل ضياع حقوق المالكين الحقيقيين.

ولا بد هنا من الإشارة إلى أن مفهوم الملكية النفعية في القانون يختلف اختلافاً جذريا عن مفهوم ملك المنفعة أو ملك الانتفاع في الفقه الإسلامي؛ فمالك المنفعة أو الانتفاع لا يملك الرقبة أو العين لكن يملك حق الانتفاع بعوض كالإجارة مثلا، في حين أن المالك النفعي (العدلي) يملك الرقبة ومنافعها، غير أنه ممنوع من التصرف تصرفًا ناقلا للملكية إلى غيره إلا بموافقة المالك القانوني. وتطبيق الملكية القانونية والملكية النفعية في التمويل الإسلامي له عدة دوافع، أبرزها: الصكوك، وعقود التمويل المجمع، والاعتبارات القانونية أو المحاسبية للدول التي توجد فيها الأصول محل التمويل. وقد ذهب الكثير إلى أن استخدام الملكية النفعية في عملية هيكلة الصكوك مقبولة من حيث المبدأ، لأن عملية البيع بين المنشئ و شركات تُنْقلُ فيها الملكية رغم وصفها بأنها انتفاع. كما أن العرف والقانون يعتبر الملكية النفعية (العدلية)، من حيث المبدأ، ملكية من حيث المبدأ، ويمكن تصنيفها على أنها ملكية كاملة. وقد عقدت الأكاديمية الشرعية للبحوث الشرعية المؤتمر العالمي التاسع لبحث موضوع الملكية من منظور شرعي وقانوني وتوصلوا إلى أن: "الملكية في الشريعة اختصاص حاجز شرعاً يسوّغ لصاحبه حق التصرف إلا لمانع. وتتحقق بالملك والمنفعة معاً، وملك العين بدون منفعة، وملك المنفعة دون عين وملك الانتفاع".

- إشكالية الشروط وتحقق مقتضى العقد، حيث أثير في بعض إصدارات الصكوك منافاتها لبعض شروطها في مقتضى العقد، مثل اشتراط الملكية النفعية، عدم تصرف مالك الصك في الصك بالبيع إلا على المالك الأول وغيرها. والأصل في الشرط موافقته لمقصد العقد، ومنع الشرط المنافي لمقتضى العقد إن كان فيه إضرار بأحد المتعاقدين.

- إشكالية الوعد الملزم في هيكل إصدار الصكوك: والوعد إما وعد يصدره حملة الصكوك ببيع الأصول محل التصكيك للمصدر بثمن متفق عليه، ويكون عادة مساويا لثمن الشراء الأصلي، أو وعد من المصدر بإعادة شراء الأصول محل الصكوك بثمن متفق عليه يساوي البيع الأصلي.

- مشكلة إلزام مدير الصكوك بإقراض حملة الصكوك عند انخفاض الربح الفعلي عن الربح المتوقع، وهذا الإلزام يجعل الصكوك أقرب ما تكون للسندات، لا سيما إذا ما تنازل حملة الصكوك على ما زاد عن الربح المتوقع لمدير الصكوك كحافز. وهذا ما أكد عليه المجلس الشرعي في أيوفي "بعدم جواز تقديم حملة الصكوك قرضا عند نقص الربح الفعلي عن المتوقع"

- إشكالية إصدار صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة وتداولها، وقد أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي والمعيار الشرعي رقم 17 إصدار صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة، والمالكون في تلك الصكوك مشترون لتلك المنافع، ويملكونها على الشيوع بغنمها وغرمها.

- مشكلة إيجاد هيكل صكوكي يكوّن أصالة من العقود الشرعية ويعتمد على مختلف القرارات والمعايير الشرعية الصادرة عن الهيئات الشرعية كمجمع الفقه الإسلامي وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

- عدم مراعاة الجوانب القانونية والرقابية والتنظيمية لإصدار الصكوك، إذ لابد من:

- سن قانون للصكوك يأخذ بعين الاعتبار شروط المشروع، العقود التي تصدر الصكوك على أساسه، هيئة الرقابة الشرعية، الجهات المخولة لها بإصدار الصكوك.

- - مراعاة حملة الصكوك.

- اعتماد إجراءات رقابية على الصكوك في مرحلة ما قبل الإصدار، ومرحلة الإصدار، وإدارة الإصدار والإطفاء.

## الخـــاتـمـــة:

من خلال ما تم عرضه في هذه الدراسة يمكن استخلاص النتائج التالية:

1. شهدت سوق الصكوك السيادية مؤخرا دخول حكومات وطنية جديدة في السوق ، إسلامية وغيرها، ويعكس هذه الاتجاه الوعي المتزايد بالنظام المالي الإسلامي في العالم ونمو الثقة بجدوى التمويل من خلال الصكوك. كما يعكس هذه الاتجاه الحرص على اقتناص حصة من هذه السوق الواعدة والاستفادة من السيولة الفائضة في دول الشرق الأوسط وآسيا حيث يتواجد معظم المستثمرين في هذه الصكوك.

الاتجاه لإصدار صكوك ذات أثر اجتماعي SIB ، وتسمى لدى البعض بالصكوك الخضراء لكونها تركز على تمويل المشروعات الصديقة للبيئة وذات الأثر ا لاجتماعي.

الاتجاه لإصدار صكوك مركبة compound وهي حسب التعريف السائد حاليا في سوق الصكوك، تلك التي تجمع في هيكلها بين عقدين أو أكثر من عقود التمويل الإسلامي.

تحتل ماليزيا مكانة الريادة في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث بلغ حجم 32,8 مليار دولار أمريكي وهو ما يمثل 35 % من إجمالي ، إصدارها لسنة 2018 الإصدارات العالمية.

2. نجاح ماليزيا في مجال التمويل الإسلامي، جعلها تتصدر قائمة الدول في إصدار الصكوك الإسلامية، واعتمادها على مختلف القرارات والمعايير الشرعية الصادرة عن الهيئات الشرعية كمجمع الفقه الإسلامي، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها، جعل منها أداة تمويل مطلوبة من طرف عدد كبير من المستثمرين، خاصة وأن الصكوك لا تنطوي على مخاطر كبيرة مقارنة بأدوات التمويل التقليدي.
3. نجاح ماليزيا في مجال التمويل الإسلامي وإصدار الصكوك الإسلامية يرجع للإطار القانوني والشرعي والرقابي الذي اعتمدته في تنظيم سوق رأس المال الإسلامي وتسييره.
4. حافظت الصكوك الإسلامية على نموها المطرد خلال السنوات الأخيرة وتميزت بتزايد جاذبيتها لدى المصدرين كما استطاعت استقطاب شريحة واسعة من المستثمرين على السواء في مناطق ومراكز مالية عديدة وحتى بالنسبة للمشاركين أو المستثمرين الجدد. ومما زاد من جاذبية هذه الأدوات المالية هو ادراجها وادماجها ضمن مؤشرات مالية مهمة مما جعلها من أفضل محفزات الصناعة لأسواق رأس المال.
5. كما واصلت الصكوك في استقطاب عدد متزايد من المصدرين الجدد واثارة انتباههم بالإضافة الى اتساع قاعدة المستثمرين وهدا ما يعد تطورا إيجابيا أو اتجاه إيجابي في صناعة الصكوك الإسلامية.

## المراجع والتهميشات:

[i] فهد بن بادي المرشدي، الصكوك: أحكامها وضوابطها واشكالاتها دراسة شرعية نقدية، الطبعة الأولى، دار كنوز اشبيليا للنشر، الرياض، 2014، ص13

[ii] فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصّكوك الإسلامية، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد العاشر، العدد الأول يونيو 2019، ص83

[iii] فهد بن بادي المرشدي، مرجع سبق ذكره ، ص13

[iv] بوعبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد14 ، 2015، ص23

[v]. يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014، ص:243.

[vi] يوسف حسن يوسف، المرجع السابق، ص ص: 243-245

[vii] فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، مرجع سبق ذكره، ص8-9

[viii] عيسى يوسف بازينة، منى محمد الشيباني، إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 6، العدد 1، 2017.

[ix] فهد بن بادي المرشدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 20-21

[x] فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص 87-88.

[xi] فهد بن بادي المرشدي، مرجع سبق ذكره، ص 19-24.

[xii] عيسى يوسف بازينة، منى محمد الشيباني، مرجع سبق ذكره، ص28

[xiii] حمد بن إبراهيم السحيباني، دور الصكوك السيادية وشبه السيادية في تمويل مشروعات البنية الأساسية المدرة للدخل، ورقة عمل مقدمة لمنتدى تونس الدولي حول الصكوك ( الندوة الدولية حول الصكوك الإسلامية في خدمة التشغيل)، 3نوفمبر 2016، تونس، ص2

[xiv] مفتاح صالح، رحال فاطمة، واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر الدولي : منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية –بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية ، 5 و 6 ماي، 2014، سطيف.

[xv] المرجع نفسه

[xvi] المرجع نفسه،

[xvii] تقرير سوق لصكوك العالمي، www.mifc.com

[xviii] Siti Nurain Muhmad, Siti Nasuha Muhmad, Potential Development of Sukuk in Competitive Market, International Journal of Business and Management, 2(2) 2018, p : 27

[xix] IIFM Sukuk Report 2019 p :2 0-21

[xx] Ibid, p 24

[xxi] Ibid, p : 25

[xxii] Ibid,p25

[xxiii] Ibid, p25

[xxiv] Ibid, p 61

[xxv] Ibid,p32

[xxvi] Ibid, p35

[xxvii] Ibid, p :35-38

[xxviii] Ibid, p 13

[xxix] : فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، مرجع سبق ذكره، ص99.

[xxx] فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، مرجع سبق ذكره، ص106-110



# الأطر القانونية والشرعية الحاكمة لإصدار الصكوك بالمملكة العربية السعودية

## " دراسة تحليلية مقارنة "


د. أحمد محمد حسن النجار- مصر *
مستشار وزير المالية المصري للصكوك سابقا

أ.د. أنور حسن عبد الله عثمان- ماليزيا**
أستاذ مساعد بالجامعة الإسلامية العالمية (IIUM) ماليزيا



**الملخص:**

تحتل المملكة العربية السعودية المركز الثاني عالميا بعد ماليزيا، والأول عربيا من حيث قيمة إصدارات الصكوك بإجمالي إصدارات قدرها 117.8 مليار دولار (للفترة 2001-2018)، كما تستهدف المملكة ضمن رؤيتها لتطوير القطاع المالي (ضمن رؤية 2030) لعب دوراً رئيسياً في تطوير وصدارة سوق الصكوك محلياً وعالمياً، وهو ما سيحتاج إلى تحليل متعمق وحديث للقواعد والأنظمة المطبقة لمعرفة مدى جاهزية البنية التنظيمية والقانونية وأُطر الحوكمة الشرعية لتحقيق هذا الهدف. يستخدم البحث المنهج الوصفي المقارن من خلال تحليل النصوص القانونية والتنظيمية ذات الصلة، مع إجراء دراسة مقارنة في كلا الجانبين بالوضع القائم في كل من ماليزيا والإمارات العربية المتحدة كدول معيارية Bench Mark على اعتبار انهما يأتيان في المراتب الأولى عالميا من حيث قيمة الصكوك المصدرة، ولديهما تجربة رائدة في هذا الإطار. يساعد البحث في إعطاء صورة مُفصّلة ومُحدّثة عن الإطار القانوني والشرعي الحاكم لإصدار الصكوك بالمملكة العربية السعودية. توصل البحث من خلال القيام بالتحليل المقارن إلى وجود عدة تحديات على مستوى الأُطر القانونية والشرعية الحاكمة لإصدار الصكوك بالمملكة، وهو ما يستدعي القيام بعدة مبادرات لمعالجة هذا التحديات.



**الكلمات المفتاحية:** الصكوك، الأُطر القانونية لإصدار الصكوك، الأُطر الشرعية لإصدار الصكوك، المملكة العربية السعودية، الإمارات، ماليزيا.


---

* الباحث الرئيسي، خبير مالي واقتصادي، ومستشار وزير المالية المصري للصكوك سابقاً.

** أستاذ مساعد ونائب العميد للشئون الأكاديمية، معهد المصارف الإسلامية والتمويل (IIiBF)، الجامعة الإسلامية العالمية (IIUM)، كوالالمبور – ماليزيا.

## Abstract:

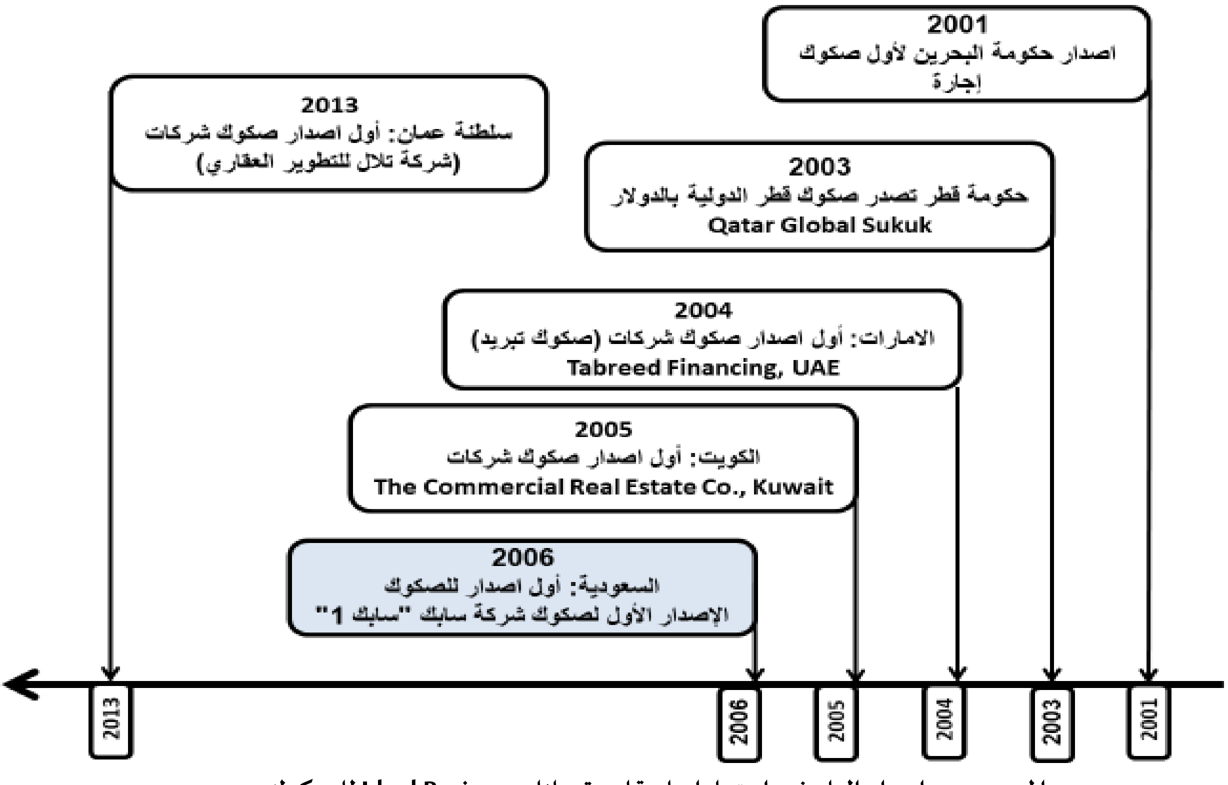
Saudi Arabia holds the second place globally after Malaysia, and the first place among the Arabic nations in the value of sukuk issuances with a total issuances of $ 117.8 billion (for the period 2001-2018), as the Kingdom aims in its vision to develop the financial sector (under Vision 2030), it played a major role in the development of the sukuk market . This will require an in-depth and up-to-date analysis of the applicable rules and regulations and the readiness of the regulatory and legal structure and Shari'a governance frameworks to achieve this goal .The research uses the comparative and descriptive approach to analyze relevant legal and regulatory texts, with a comparative study on these texts in Malaysia and the United Arab Emirates as Benchmark countries as they rank in the top global sukuk market in terms of the value issued, as well as hold a good track record in sukuk issuances and different structures . This will help to give a detailed and up-to-date picture of the legal framework governing the issuance of sukuk in Saudi Arabia .Through this comparative analysis, the research found several challenges at the level of legal and Shari'a governance framework for sukuk issuance in the Kingdom, which calls for several initiatives to address these challenges.

**Keywords**: Sukuk, legal framework for sukuk issuance, Shari'a governance frameworks for sukuk issuance, Saudi Arabia, United Arab Emirates, Malaysia.

1. مقدمـــــة:

تتنوع إصدارات الصكوك في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، ما بين صكوك شركات Corporate Sukuk خاصة وعامة، وكذلك صكوك حكومية او سيادية Sovereign Sukuk سواء كانت صكوك حكومية صادرة لتمويل الموازنة العامة للدولة أو لتمويل مشروعات حكومية، أو كانت بهدف إدارة السيولة، والتي غالباً ما تكون صادرة عن البنوك المركزية. حيث بدأت المملكة العربية السعودية أولى اصداراتها للصكوك في عام 2006م، وذلك بالإصدار الأول لشركة سابك "سابك 1"، وذلك كما يتضح من استعراض الشكل البياني التالي (شكل رقم 1) للمخطط الزمنى لتاريخ بدايات إصدار الصكوك في بلدان دول مجلس التعاون الخليجي:

شكل رقم (1): المخطط الزمني لإصدارات الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي




المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك.

تحتل المملكة العربية السعودية المركز الثاني عالميا بعد ماليزيا، والأول عربيا من حيث قيمة إصدارات الصكوك بإجمالي إصدارات قدرها 117.8 مليار دولار (2001-2018) مقسمين إلى 47.3 مليار دولار صكوك دولية، وما يعادل 70.5 مليار دولار صكوكا محلية. [1]

[1] The International Islamic Financial Market, **IIFM Annual Sukuk Report**، July 2019، PP. 42-45.

فحتى منتصف عام 2017 احتلت صكوك الشركات، عامة وخاصة، أو شبه الحكومية Quasi-Sovereign سوق الصكوك بالمملكة سواء على مستوى الإصدار أو التداول، حيث بدأ أول إصدار للصكوك المحلية في المملكة في عام 2006 بالإصدار الأول لشركة سابك سابك [1] بقيمة 3 مليار ريال سعودي، ثم تلاه في عام 2007 الإصدار الثاني من صكوك نفس الشركة بقيمة 8 مليار ريال، ثم توالت الإصدارات بعد ذلك لتصل حتى منتصف عام 2017 إلى 43 إصدارا محليا بقيمة اجمالية قدرها 142.7 مليار ريال سعودي. أما على مستوى الإصدارات الدولية فقد بدأ أول اصدار دولي لصكوك الشركات بالمملكة عام 2007 من خلال طرح شركة دار الأركان للتطوير العقاري إصدارها البالغ قيمته مليار دولار، لتتوالى بعد ذلك الإصدارات الدولية لتصل حتى منتصف عام 2017 إلى 33 إصدارا دوليا بقيمة اجمالية قدرها 27.6 مليار دولار. [1]

مع انهيار أسعار النفط أواخر عام 2014، وتعرض معظم الموازنات العامة بدول الخليج النفطية لعجز دائم في الموازنة العامة، فإنه قد جرى الحديث بالمملكة العربية السعودية عن بدائل أخرى لتمويل الموازنة العامة بعيدا عن السحب من الاحتياطي العام، حيث بدأت وزارة المالية السعودية، ممثلة في مكتب إدارة الدين العام، بإصدار برنامج الصكوك السيادية Sovereign Sukuk بالريال السعودي غير محدد المدة أو القيمة وذلك بتاريخ 20 يوليو 2017م، حيث تقوم الوزارة من خلاله بإصدار الصكوك من وقت لآخر وطرحها على المستثمرين. [2]

ومنذ ذلك التاريخ (يوليو 2017م) قامت وزارة المالية السعودية بإصدار عدة صكوك بآجال متنوعة 5 و7 و10، 12، 1 5، 30 سنة، حيث بلغ عدد الإصدارات 81 إصدار حتى نهاية شهر سبتمبر 2019 بمجموع 163.30 مليار ريال، في حين بلغت الإصدارات الدولية السيادية للمملكة ثلاث إصدارات بقيمة اجمالية قدرها 11 مليار دولار. [3]

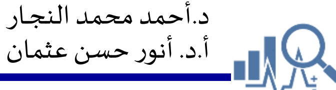
**2. مشكلة البحث:**

في ظل هذا الإصدارات الضخمة للصكوك بالمملكة خاصة السيادية منها مؤخرا، قد يثار تشكيك حول الارتباط المؤقت للنمو الملحوظ لسوق الصكوك بالمملكة بداية من عام 2017 وإلى الآن بوجود عجز في الموازنة العامة، وأنه في حال حدوث فائض في الموازنة نتيجة ارتفاع أسعار النفط قد تتوقف الإصدارات، ويختفى هذا النمو الحادث في سوق الصكوك السعودي. إلا أنه يقابل هذا التشكيك إعلان المملكة لسعيها للعب دورًا رئيسيًا في تطوير سوق الصكوك محليًا وعالميًا

[1] بالاعتماد على قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك.

[2] Ahmed Mohamed Hassan Al-Naggar, **Saudi Arabia's sovereign Sukuk: Looking to the future**, Islamic Finance news, Volume 15, Issue 48, 28th November 2018, PP. 26-27.

[3] تم تجميع بيانات الصكوك السيادية المحلية للمملكة من البيانات المنشورة لوحدة إدارة الدين العام بوزارة المالية السعودية على موقع الوزارة الإلكتروني (www.mof.gov.sa)، أما الصكوك السيادية الدولية للمملكة فقد تم الحصول عليها من قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك.



وتصدر السوق مستقبلا ضمن رؤيتها لتطوير القطاع المالي.[1] وهو الأمر الذي سيكون مرتبطا بشكل مباشر باختبار مدى جاهزية البيئة التنظيمية والقانونية وأُطر الحوكمة الشرعية لتحقيق هذا الهدف وهو ما يحتاج إلى تحليل متعمق وحديث لهذه القواعد والأنظمة المطبقة.

### 3. أهداف البحث:

يسعى هذا البحث إلى تحليل الأُطر القانونية والشرعية الحاكمة لإصدار الصكوك بالمملكة العربية السعودية من خلال تحليل النصوص القانونية والتنظيمية ذات الصلة، مع إجراء دراسة مقارنة في كلا الجانبين بالوضع القائم في كل من ماليزيا والإمارات العربية المتحدة لمعرفة مدى جاهزية البيئة التنظيمية والقانونية وأُطر الحوكمة الشرعية بالمملكة، وتحديد طبيعة التحديات الحالية – إن وجدت – وإعطاء التوصيات اللازمة لمعالجة هذه التحديات.

### 4. أهمية البحث:

يساعد هذا البحث في إعطاء صورة مُفصّلة ومُحدّثة عن الإطار القانوني والشرعي الحاكم لإصدار الصكوك بالمملكة العربية السعودية، واللذان يُعدان أحد التحديات التي تواجه تطور ونمو سوق الصكوك السعودي مستقبلا، وسيكون بيان الفجوة التنظيمية والشرعية من خلال مقارنة هذا الواقع بما هو موجود بالفعل في كل من ماليزيا والامارات كدول معيارية Bench Mark على اعتبار انهما يأتيان في المراتب الأولى عالميا من حيث قيمة الصكوك المصدرة، ولديهما تجربة رائدة في هذا الإطار.

### 5. الدراسات السابقة:

تندر الدراسات والأبحاث الحديثة التي تتناول تحليل سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية من جوانبه المختلفة، وخاصة تلك الدراسات التي تتناول تحليل الجوانب القانونية والتنظيمية والشرعية لإصدار الصكوك بالمملكة، وبعد مراجعة جميع ما أمكن الحصول عليه، تم التوصل إلى هذا البيان بأهم الدراسات السابقة حول الموضوع وما توصلت إليه من نتائج.

الدراسة الأولى كانت بعنوان: **تطور ومستقبل الصكوك في المملكة العربية السعودية**. تبحث الدراسة في أفكار الأفراد العاملين في المؤسسات التي لها علاقة بسوق الصكوك وتحدد عددًا من القضايا الرئيسة التي تمثل الفرص والتحديات لتطوير سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية. حيث أشارت إلى أن هناك العديد من التحديات التي تواجه هذه التطور المستقبلي لعل أهمها ما يتعلق بعدم وجود هيكل قانوني رسمي يوحّد معايير إنشاء وإصدار الصكوك. حيث تقترح الدراسة معالجة وضع الإطار القانوني والشرعي الموحد لإصدارات الصكوك بالمملكة، وهو ما سيكون مهما لتعزيز قدرة المملكة التنافسية في سوق الصكوك العالمي، وتحسين السيولة وتشجيع المزيد من

[1] يعد برنامج تطوير القطاع المالي أحد البرامج التنفيذية الاثنا عشر لتحقيق مستهدفات (رؤية المملكة 2030)، ويسعى البرنامج إلى تطوير القطاع المالي ليكون قطاعاً مالياً متنوعاً وفاعلاً لدعم تنمية الاقتصاد الوطني. راجع وثيقة تطوير القطاع المالي على موقع الرؤية: https://vision2030.gov.sa/ar/FSDP تاريخ الزيارة 20 يوليو 2019م.

الاستثمار بالصكوك. توصلت الدراسة لعدة نتائج من أهمها ضرورة وجود إطار تنظيمي وقواعد واضحة لإصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية، وكذلك ضرورة مراعاة المتطلبات القانونية للإصدار من خلال قوانين وأنظمة تُنظّم عملية إصدار الصكوك وما يرتبط بها من إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، مع تأكيد الدراسة على أهمية الدور الحكومي لدعم وتطوير سوق الصكوك بالمملكة من خلال إصدار صكوك لتمويل المشروعات التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة. [1]

أما الدراسة الثانية فكانت بعنوان: **الهيكل التشريعي والأطر التنظيمية لسوق الصكوك في المملكة العربية السعودية**: هل يمكن أن تساهم في تطوير سوق الصكوك؟ تمثل الهدف الرئيس من هذه الدراسة في تقييم مدى قدرة وملائمة الهيكل التشريعي والأُطُر التنظيمية التي تحكم إصدار الصكوك بالمملكة العربية السعودية، وتأثير ذلك على تطور إصدارات الصكوك في المملكة، وقد استعرضت الدراسة الحالة الراهنة في وقت اعداد الدراسة للإطار القانوني للصكوك في المملكة. كما حاولت من خلال الإحصائيات والاتجاهات المتوفرة حول نمو حجم سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية، تحديد العلاقة بين الإطار القانوني والتنظيمي لسوق الصكوك السعودي وبين نمو السوق واتجاهاته. توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن هناك نقصاً في الهيكل التشريعي والتنظيمي المناسب للصكوك في المملكة العربية السعودية. ومن ثم يجب على السلطات الحكومية ذات الصلة أن تستجيب لهذه الفجوة القانونية بطريقة فعالة وكافية. وقد أوصت بإجراء تقييم للإطار القانوني المنظم للصكوك بالمملكة من خلال إجراء دراسة مقارنة مع الدول الاخرى التي تتمتع بخبرة تنظيمية أكثر مثل ماليزيا، وذلك تحديد مزايا وعيوب التجارب الأخرى، وبالتالي تحديد ما سيكون أكثر ملائمة للمملكة. [2]

وكانت الدراسة الثالثة بعنوان: **البيئة التنظيمية للصكوك: دراسة حالة المملكة العربية السعودية**. هدفت هذه الدراسة إلى تقييم وتحليل البيئة التنظيمية المتعلقة بإصدار الصكوك، وإجراء نقد ذاتي للوائح المنظمة للسوق، وذلك عن طريق دراسة البيئة التنظيمية لسوق الصكوك في المملكة العربية السعودية كدراسة حالة (Case Study). وبناءً على ذلك، تناولت الدراسة بالتحليل الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك ومكونات سوق الصكوك. ثم قامت الدراسة ببيان عيوب الإطار التنظيمي للصكوك الحالي في المملكة العربية السعودية ويحصرها في ثلاث عيوب رئيسية هي:

(1) عدم كفاية اللوائح والنظم الموجودة حاليا بسوق الصكوك السعودي

[1] Abd almajed Al Nemer, **The Development and future of the Sukuk in Saudi Arabia**, Master Dissertation, Westminster University, United Kingdom, 2011.

[2] Badr Aljaafari, **the legislative structure and regulatory frameworks of Sukuk market in Saudi Arabia: can they contribute in the development of Sukuk**, Master Dissertation, Leeds University, United Kingdom, 2011.

(2) عدم وجود هيئة شرعية مركزية.
(3) عدم وجود وكالة تصنيف محلية. تختتم الدراسة بتقديم توصيات للتغلب على العيوب السابق ذكرها للبيئة التنظيمية للصكوك. [1]

أما الدراسة الرابعة والأخيرة فكانت بعنوان: **الإطار القانوني الحاكم لإصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية**. هَدُفت هذه الدراسة إلى إعطاء مراجعة شاملة وناقدة لإصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية، ومدى كون إصدار الصكوك في المملكة يتم بما يتفق مع متطلبات الشريعة. أوصت الدراسة باعتماد المعايير والمبادئ التوجيهية للصكوك والصادرة عن الجهات المنظمة للصناعة مثل مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI). كما أوصت بتعديل الإجراءات التنظيمية الحالية لتسوية المنازعات المتعلقة بالأوراق المالية وذلك لتغطية المنازعات المتعلقة بالصكوك حتى يتم إنشاء محاكم تجارية متخصصة للنظر في القضايا التجارية بما في ذلك إصدار الصكوك. كما أوصى الباحث اجمالا بنقل التجربة الماليزية في مجال التنظيم القانوني للصكوك إلى السعودية مع بعض التعديلات التي تتناسب مع طبيعة النظام القانوني السعودي. [2]

من خلال استعراضنا للدراسات السابقة المتعلقة بالصكوك في المملكة العربية السعودية فقد لوحظ أنه قد تم إعداد معظم هذه البحوث والرسائل العلمية عن الفترة من 2010 الى 2014، وهذه الفترة الزمنية كانت تشهد في مجملها ارتفاعات غير مسبوقة في أسعار النفط، وبالتالي كان نشاط إصدار الصكوك مرتبطا بوجود فوائض مالية كبيرة، كما أن البيئة التنظيمية التي كانت تتم فيها الإصدارات مختلفة عن الوقت الحالي.

إضافة لما سبق فقد أصدرت الحكومة السعودية رؤية 2030 متضمنه اهتماما خاصا بتطوير نشاط التمويل الإسلامي بالمملكة ومن بينها الصكوك، كما تبنت هيئة السوق المالية عدة مبادرات ضمن خطتها الاستراتيجية للسوق المالية (2019-2021) لتطوير سوق الصكوك.

وهو ما يعنى أن منطلقات تحليل الأُطر القانونية والشرعية الحاكمة لإصدار الصكوك بالمملكة في الفترة الزمنية الحالية مختلفة عن تلك الفترة الزمنية التي تم فيها إعداد معظم الدراسات السابقة، ومن ثم سيحاول البحث الحالي تغطية هذه الفجوة الزمنية من خلال دراسة واستكشاف إلى أي مدى حدثت مستجدات على مستوى هذا الإطار القانوني والشرعي.

[1] Abdullah Abdulltef A. Elsheikh, **Sukuk's regulatory environment: a case study from the kingdom of Saudi Arabia**, Master Dissertation, Westminster University, United Kingdom, 2010.

[2] Ali AlShamrani, **Sukuk Issuance and its Regulatory Framework in Saudi Arabia**, Journal of Islamic Banking and Finance, Vol. 2, No. 1, March 2014, PP. 305-333.

**6. منهجية البحث:**

سيتم استخدام المنهج الوصفي المقارن The Descriptive Comparative Method والذي يقوم على وصف الحقائق الراهنة المتعلقة بالظاهرة من خلال جمع البيانات وتبويبها مع مقارنتها بدول أخرى (ماليزيا والامارات)، وبناء عليه يتم استخلاص النتائج.

**7. هيكل البحث:**

سيتم تقسيم البحث إلى مبحثين، بالإضافة إلى المقدمة والخاتمة بها أهم النتائج والتوصيات كما يلي:

-المقدمة

-**المبحث الأول: الإطار القانوني والتنظيمي لإصدار الصكوك بالمملكة العربية السعودية بالمقارنة بماليزيا والإمارات**

أولاً: الإطار القانوني والتنظيمي لإصدار الصكوك بالمملكة

ثانياً: بعض الجوانب التنظيمية للتجارب الدولية الرائدة في إصدار الصكوك ماليزيا – الامارات

ثالثاً: التحديات التي تواجه الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بالمملكة

-**المبحث الثاني: آليات الحوكمة الشرعية على اصدارات الصكوك بالمملكة بالمقارنة بماليزيا والإمارات**

أولاً: آليات الحوكمة الشرعية لإصدار الصكوك بالمملكة

ثانياً: آليات الحوكمة الشرعية للتجارب الدولية الرائدة في إصدار الصكوك ماليزيا – الامارات

ثالثاً: التحديات التي تواجه آليات الحوكمة الشرعية لإصدار الصكوك بالمملكة

-**أهم النتائج والتوصيات**

## المبحث الأول

## الإطار القانوني والتنظيمي الحاكم لإصدار الصكوك بالمملكة العربية السعودية بالمقارنة بماليزيا والإمارات

### أولاً: الإطار القانوني المنظم لإصدار الصكوك بالمملكة:

يشتمل الإطار التنظيمي للسوق المالي في المملكة العربية السعودية على نظام مستقل يتمثل في هيئة رقابية هي هيئة السوق المالية [1] وسوق أوراق مالية وهي شركة السوق المالية السعودية (المعروفة باسم تداول) [2] وتندرج اللوائح التي تحكم أنشطة الصكوك في المملكة العربية السعودية ضمن قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة [3] إضافة إلى قواعد الإدراج [4] التي تصدرها هيئة السوق المالية، حيث لا يوجد فيما تنص عليه المادة الأولى رقم (أ-ب) [5] الخاصة بتوضيح المقصود بطرح الأوراق المالية ما يتعارض مع تعريف الصكوك كأحد أنواع الأوراق المالية. وبالتالي تندرج قواعد طرح الصكوك ضمن قواعد طرح الأوراق المالية، وتوضح المادة الثالثة من قواعد طرح الأوراق المالية الصادر عن هيئة السوق المالية بالمملكة أن هناك أربع حالات لطرح الأوراق

[1] نشأت السوق المالية في السعودية ببدايات غير رسمية في الخمسينات، واستمر الوضع كذلك إلى أن وضعت الحكومة التنظيمات الأساسية للسوق في الثمانينات. وبموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2هـ الموافق 2003/7/31 م تأسست هيئة السوق المالية. وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. تتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق.

لمزيد من التفاصيل يرجى مراجعة الموقع الإلكتروني للهيئة https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx

[2] وافق مجلس الوزراء في الجلسة المنعقدة يوم الاثنين 29 صفر1428هـ، الموافق 19 مارس 2007م، على تأسيس شركة السوق المالية السعودية (تداول). ويأتي هذا القرار تنفيذًا للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بتأسيس تداول باعتبارها شركة مساهمة. تعد (تداول) الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية ("السوق") في المملكة العربية السعودية، حيث تقوم بإدراج الأوراق المالية وتداولها. يوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30)، وتاريخ 02 جمادى الآخرة 1424هـ، الموافق 16 يونيو 2003م ("النظام") الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية. وتعتبر السوق المالية المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالسوق.

لمزيد من التفاصيل يرجى مراجعة الموقع الإلكتروني للسوق على الرابط التالي: https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/about/company/about-tadawul

[3] صدرت هذه القواعد بتاريخ 2017/12/27م والمعدلة بتاريخ 2018/4/23م، وتشمل هذه القواعد 104 مادة مقسمة إلى عدة أبواب، وتتناول حالات طرح الأوراق المالية والطرح المستثنى والطرح الخاص، وأحكام الطرح العام، وصفقات تمويل المنشأة ذات الغرض الخاص، وأحكام التغييرات في رأس المال، والالتزامات المستمرة والافصاح، وأحكام الاندماج والاستحواذ، هذا بالإضافة إلى باب منفصل للملاحق يحتوي على 24 ملحقا. للاطلاع على القواعد يرجى زيارة الرابط التالي:

https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Documents/OSRCI_ar.pdf

[4] وافق مجلس إدارة هيئة السوق المالية على هذه القواعد بتاريخ 2017/12/27م، وتشمل هذه القواعد 43 مادة مقسمة إلى عدة أبوب، وتتناول متطلبات الادراج وشروطه، وآلية طلب الادراج، والتغييرات في رأس المال، والالتزامات المستمرة وتوقيت الإفصاح، وإلغاء الادراج وتعليق التداول، كما تتناول هذه القواعد آلية الادراج في السوق الموازية "نمو"، هذا بالإضافة إلى باب منفصل للملاحق يحتوي على خمسة ملاحق. للاطلاع على القواعد يرجى زيارة الرابط التالي:

https://www.tadawul.com.sa/wps/wcm/connect/bafb9703-3941-4369-8012 263555172c2c/%D9%82%D9%88%D8%A7%D8%B9%D8%AF+%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%B1%D8%A7%D8%AC.pdf?MOD=AJPERES

[5] يُقصد بطرح الأوراق المالية لغرض تطبيق هذه القواعد أيٌ من الآتي: 1- إصدار أوراق مالية 2- دعوة الجمهور للاكتتاب في الأوراق المالية، أو الترويج لها بشكل مباشر أو غير مباشر 3- أي تصريح أو بيان أو اتصال يُعد من حيث الأثر المترتب عليه بيعاً أو إصداراً أو عرضاً للأوراق المالية."

المالية هي كالآتي: (1) طرح مستثنى (2) طرح الخاص (3) طرح عام (4) طرح في السوق الموازية.

ويتم طرح الصكوك بالمملكة من خلال الطرح العام أو الطرح الخاص [1]

وتنص المادة الثامنة (بند: أ) من قواعد طرح الأوراق المالية على حالات الطرح الخاص، حيث يكون طرح الأوراق المالية طرحاً خاصاً إذا لم يكن طرحاً مستثنى أو طرح عام أو طرح في السوق الموازية ويندرج ضمن أي من الحالات الآتية:

- إذا كان الطرح على مستثمرين ذوي خبرة.
- إذا كان الطرح طرحاً محدوداً.

كما أوضحت المادة التاسعة من نفس القواعد شروط المستثمرين ذوي الخبرة حيث يكون طرح الأوراق المالية على مستثمرين ذوي خبرة عندما يكون الاكتتاب في تلك الأوراق المالية مقتصراً على الآتي:

1- حكومة المملكة، أو أي هيئة دولية تعترف بها الهيئة، أو أي سوق مالية أخرى تعترف بها الهيئة، أو مركز الإيداع.

2- شركات استثمارية تتصرف لحسابها الخاص.

3- أشخاص مُرخص لهم يتصرفون لحسابهم الخاص.

4- عملاء شخص مرخص له في ممارسة أعمال الإدارة شريطة استيفاء الآتي:

أ. أن يكون الطرح على ذلك الشخص المرخص له، وأن تتم جميع الاتصالات ذات العلاقة بواسطته.

ب. أن يكون الشخص المرخص له قد عُين بشروط تمكنه من اتخاذ القرارات الخاصة بقبول الطرح الخاص للأوراق المالية نيابة عن العميل دون الحاجة إلى الحصول على موافقة سابقة.

5- أشخاص مسجلون لدى الشخص المرخص له إذا كان الطرح بواسطة الشخص المرخص له نفسه.

6- مستثمرون متخصصون

7- أي أشخاص آخرين تحددهم الهيئة.

كما توضح المادة العاشرة (بند: أ) من قواعد طرح الأوراق المالية شروط الطرح المحدود، حيث يكون طرح الأوراق المالية طرحاً محدوداً عندما يكون الاكتتاب في تلك الأوراق المالية مقتصراً على مئة مطروحاً عليه أو أقل (من غير المستثمرين ذوي الخبرة)، وكان المبلغ المترتب على كل مطروح عليه لا يقل عن مليون ريال سعودي أو ما يعادله. ويجوز أن يكون المبلغ المترتب على كل مطروح

[1] قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم 3-123-2017 وتاريخ 1439/4/9هـ الموافق 2017/12/27، والمعدل بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 3-45-2018 وتاريخ1439/8/7هـ الموافق 2018/4/23.

عليه أقل من المبلغ المحدد في هذه الفقرة إذا كان كامل قيمة الأوراق المالية المطروحة لا يتجاوز خمسة ملايين ريال سعودي أو ما يعادلها .

أما بالنسبة للطرح العام فيعتبر كل طرح لا يندرج ضمن حالات الطرح الخاص التي تم ذكرها آنفاً هي بمثابة طرح عام، ولا بد وأن يستوفي الطرح العام جميع متطلبات وشروط قواعد الإدراج التي تنص عليها المادة الثامنة من قواعد الإدراج الصادرة عن شركة السوق المالية السعودية (تداول) [1]، ومن أهم تلك الشروط المتعلقة بالطرح العام للأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية أن يكون مُصدر هذه الأوراق شركة مساهمة سعودية، لذلك يحظر على الأنواع الأخرى من الشركات في المملكة طرح أراق مالية طرحا عاما للجمهور، كما أن هناك شروط أخرى للطرح العام للأوراق المالية من حيث تقديم طلب التسجيل و قبول الإدراج بهيئة السوق المالية، وتعيين مُمَثلي المُصدر، وغيرها من المتطلبات المنصوص عليها بالباب الرابع الخاص بالطرح العام بقواعد طرح الأوراق المالية الصادر عن هيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية [2]

من خلال الاستعراض السابق، يمكن القول إن قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة لا توفر أي قواعد خاصة بشأن أنشطة الصكوك في المملكة العربية السعودية؛ حيث يتم تطبيق هذه القواعد على جميع الأوراق المالية في سوق رأس المال (بما تشمله من أسهم وسندات وصكوك)، سواء كانت هذه الأوراق المالية تقليدية أو إسلامية، وهو ما قد يؤثر على دقة عملية إصدار الصكوك بما لها من طبيعة خاصة تميزها عن الأوراق المالية التقليدية الأخرى، مما يستدعي لذلك النظر إلى التجارب الرائدة للصكوك في البلدان الأخرى.

**ثانياً: بعض الجوانب التنظيمية للتجارب الدولية الرائدة في إصدار الصكوك ماليزيا – الامارات :**

تعتبر ماليزيا والإمارات من الدول الرائدة عالمياً في إصدارات الصكوك وذلك من حيث حجم الإصدار والبنية التشريعية والقانونية الحاكمة لإصدار الصكوك، بل يتعدى الأمر إلى صناعة التمويل الإسلامي بشكل عام. فطبقاً لتقرير الصكوك الصادر عن السوق المالية الإسلامية الدولية

---

[1] نصت المادة 8 من قواعد الإدراج على ما يلي:

أ. إذا كان لدى المصدر أوراق مالية مدرجة، فيجب ألا تقل القيمة الإجمالية المتوقعة لجميع أدوات الدين المطلوب إدراجها (أو لكل شريحة من برنامج إصدار أدوات الدين) عن 50 مليون ريال سعودي.

ب. إذا لم يكن للمصدر أوراق مالية مدرجة، فيجب ألا تقل القيمة الإجمالية المتوقعة لجميع أدوات الدين المطلوب إدراجها (أو لكل شريحة من برنامج إصدار أدوات الدين) عن 100 مليون ريال سعودي.

ج. يجوز للسوق – بعد الحصول على موافقة الهيئة – السماح بإدراج أدوات الدين ذات قيمة أقل من القيمة الإجمالية المحددة في الفقرتين أ ، ب من هذه المادة إذا رأت أن السوق ذات سيولة كافية لأدوات الدين ذات العلاقة.

د. مع عدم الإخلال بأي قيمة إجمالية أقل يُسمح بها وفقاً للفقرة ج من هذه المادة. تشكل المتطلبات المنصوص عليها في الفقرة أ أو ب من هذه المادة بحسب الحال- التزاماً مستمراً على المُصدر.

ذ. إذا علم المُصدر في أي وقت – بعد إدراج أدوات دينه- أن أياً من متطلبات الفقرة أ أو ب من هذه المادة -بحسب الحال- غير مستوفاة، فعليه أن يُشعر السوق فوراً بذلك ويتخذ الإجراءات التصحيحية اللازمة لضمان استيفاء المتطلبات ذات الصلة ويجب على المُصدر أن يُشعر السوق بشكل مستمر عن أي تطور في شأن الإجراءات التصحيحية.

[2] Salim Al-ali, **Raising Capital on Structural , Legal and Regulatory Issues,** ed. Springer Nature Switzerland AG 2019 PP 195-199. (College of Law, United Arab Emirates University, 2019.

(IIFM) لعام 2019م، حافظت دولة ماليزيا على المركز الأول عالمياً في إجمالي إصدار الصكوك للفترة من 2001 وحتى نهاية عام 2018 بنسبة 67% من إجمالي الصكوك المصدرة، كما احتلت دولة الإمارات المركز الثالث عالمياً من حيث حجم الصكوك المصدرة بنسبة 5% خلال نفس الفترة.

نبدأ باستعراض الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك في دولة ماليزيا، حيث ينقسم الإطار التنظيمي لسوق المال بشكل عام بماليزيا إلى قسمين رئيسين هما: (1) المخطط التنظيمي الخاص بـــ لابوان ، وهو مركز للخدمات المالية داخل ماليزيا للمؤسسات الخارجية Offshore (2) مخططات تنظيمية أخرى تتعلق بالبنك المركزي الماليزي وهيئة سوق المال، وكل مخطط لديه أُطر تنظيمية وقوانين مستقلة للخدمات والمنتجات المالية. حيث أن هناك قوانين وقواعد تنظم إصدار الصكوك في لابوان وهما: قانون الخدمات المالية الإسلامية والأوراق المالية لابوان 2010، وقواعد بورصة لابوان التي تم تأسيسها عام 2000، حيث توضح فيها قواعد الإدراج والتداول لجميع الأدوات المالية المتداولة في لابوان التقليدية والإسلامية . أما بالنسبة للقوانين والأُطر التنظيمية الخاصة بتنظيم سوق المال بماليزيا باستثناء لابوان، فقد تم إصدار قواعد إرشادية لإصدار الصكوك من خلال هيئة الأوراق المالية Securities Commission ، والتي تندرج تحت البند رقم 212 من قانون خدمات سوق رأس المال2007 [1]

تُمثل هذه القواعد الإرشادية الإصدار الأول من نوعه عالمياً والذي عُرف بـ القواعد الإرشادية لطرح الأوراق المالية الإسلامية ، وقد دخلت هذه القواعد حيز التنفيذ في عام 2004. تناقش هذه القواعد الإرشادية عدة جوانب مختلفة، تشمل إصدار الصكوك المُصدرة بالعملة المحلية الرينجت والصكوك المُصدرة بعملات أجنبية، وبرنامج الصكوك بشكل تفصيلي. كما تغطي هذه القواعد الإرشادية أربعة أجزاء رئيسية هي: (1) متطلبات إصدار وتداول الصكوك، (2) إجراءات الموافقة على الإصدار والتداول، (3) متطلبات الإصدار للبيع بالتجزئة، (4) الأحكام والمفاهيم والمبادئ المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. بالإضافة إلى القواعد الإرشادية الخاصة بنشرة إصدار الصكوك، ومتطلبات الإدراج في السوق. كما توجد تشريعات أخرى تتعلق بسوق الصكوك الماليزي من حيث القواعد والمتطلبات التي تتعلق بعملية طرح وإدراج الصكوك، وتندرج هذه القواعد تحت هذين التشريعين (1) قانون خدمات سوق رأس المال2007، (2) قانون الشركات لعام 1965 [2]

يتبين من هذا العرض المختصر للإطار التنظيمي لإصدار الصكوك في التجربة الماليزية أن هناك بنية تشريعية متميزة للصكوك في ماليزيا، حيث يوجد قواعد إرشادية تفصيلية (قواعد لنشرة الإصدار، ومتطلبات الإدراج والطرح في السوق، توضيح الأحكام المتوافقة مع الشريعة الإسلامية) تندرج تحت القوانين التابعة لها، حتى تكتسب الصفة القانونية الإلزامية، بالإضافة إلى ضبط عمليات

[1] http://www.mifc.com/index.php?ch=ch_kc_framework&pg=pg_kcfm_regulatory&ac=278

[2] Salim Al-ali, **Raising Capital on Structural , Legal and Regulatory Issues**, ed. Springer Nature Switzerland AG 2019 PP 179-187. (College of Law, United Arab Emirates University, 2019.

إصدار الصكوك، ومن ثم ضبط السوق.

أما بالنسبة للجوانب التنظيمية للصكوك في دولة الإمارات فهناك تشابه في البنية التشريعية مع دولة ماليزيا، حيث يوجد جهتين لديهم صلاحية وضع المخططات التنظيمية والقوانين المتعلقة بالخدمات المالية بالدولة، هما: هيئة الأوراق المالية والسلع the Securities and Commodities Authority، ومركز دبي المالي العالمي Dubai International Financial Center (DIFS).

بالنسبة لهيئة الأوراق المالية والسلع فلديها نظام تشريعي مالي مختص بأسواق رأس المال، والتي يندرج تحتها الصكوك وعملية إصداراها بشكل رئيسي، بالإضافة للمسؤولية التنظيمية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي. بينما يحتفظ مركز دبي المالي العالمي (DIFC) باستقلاليته في الإطار التنظيمي للخدمات المالية من خلال سلطة دبي للخدمات المالية، وبورصة ناسداك دبي (NASDAQ Dubai) حيث صدر قرار رقم 16 لعام 2014 من هيئة الأوراق المالية والسلع (SCA) يحتوي على 28 مادة لضبط عملية إصدار الصكوك [1].

بينما أصدر مركز دبي المالي العالمي عدة تشريعات تتعلق بأنشطة الصكوك مثل قانون تنظيم الأعمال المالية الإسلامية رقم 13 لعام 2004، وقانون الأسواق رقم 1 لعام 2012 [2] واللوائح التنظيمية الصادرة عن هيئة دبي للخدمات المالية، والتي تحتوي على لوائح السوق، واللوائح المالية الإسلامية، ولوائح أعمال ناسداك دبي، بالإضافة إلى معايير القبول والإفصاح [3] كما أصدر سوق دبي المالي بتاريخ 3 فبراير 2016 معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (المعيار رقم 2 لإصدار وتملك وتداول الصكوك). [4] وبالتالي يوجد تشابه واضح بين التجربتين الماليزية والإماراتية من حيث وجود بنية تشريعية وأطر تنظيمية واضحة ومخصصة ومتمايزة للصكوك عن بقية الأوراق المالية الأخرى.

**ثالثاً: التحديات التي تواجه الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بالمملكة:**

بعد التعرض لهاتين التجربتين الرائدتين الماليزية والإماراتية في إصدار الصكوك من الناحية التنظيمية والبنية التشريعية، يمكننا عمل مقارنة بين هاتين التجربتين وتجربة المملكة العربية السعودية، والوقوف على مدى كفاءة البنية التشريعية للصكوك بالمملكة، ومن ثم الوقوف على التحديات التي تواجهه التجربة السعودية في إصدار الصكوك من الناحية التشريعية والتنظيمية.

أبرز ما تمت ملاحظته في التجربتين الماليزية والإماراتية أن هناك وضوح تام في تقسيم المسؤوليات التنظيمية والتشريعية بين السلطات والهيئات المركزية. ويأتي ذلك بسبب أن هاتين

---

[1] https://www.sca.gov.ae/en/regulations/regulations-listing.aspx#page=1

[2] http://dfsa.complinet.com/en/display/display.html?rbid=1547&record_id=7475

[3] Salim Al-ali, **Raising Capital on Structural , Legal and Regulatory Issues**, ed. Springer Nature Switzerland AG 2019 PP 188-189 (College of Law, United Arab Emirates University, 2019.

[4] https://www.dfm.ae/ar/sharia/sharia-standards

الدولتين أعطت اهتماما ملحوظاً منذ وقتٍ مُبكر للفصل في التعامل بين الخدمات المالية الإسلامية والتقليدية من الناحية الفنية والرقابية، وانعكس ذلك بدوره على تقسيم المهام المختلفة للسلطات والهيئات المركزية المنوطة بالخدمات المالية، ومن ثم إصدار لوائح تنظيمية وقوانين لديها صفة إلزامية تعمل على الفصل بين المعاملات المالية الإسلامية والتقليدية بشكل عام، وبالتالي عمليات إصدار الأوراق المالية، والذي كان له الأثر الواضح على عمليات إصدار الصكوك كأحد أنواع الأوراق المالية الإسلامية الحديثة نسبياً.

في المقابل، نجد أن المملكة العربية السعودية لا يوجد لديها هذا الفصل الواضح بين المعاملات المالية الإسلامية والتقليدية بشكل عام، ويظهر ذلك جلياً في القطاع المصرفي بالمملكة الذي يمثل النسبة الأكبر من إجمالي المعاملات المالية الإسلامية أو صناعة التمويل الإسلامي بالمملكة، حيث لا توجد تفرقة بين النظامين الإسلامي والتقليدي في القطاع المصرفي من حيث البنية التشريعية والأطر التنظيمية والتي تعتبر أحد العوائق الرئيسية أمام البنوك الإسلامية بالمملكة، خاصة وأن هناك دور رئيسي للقطاع المصرفي في عمليات إصدار الصكوك، وبالتالي صعوبة اتخاذ الإجراءات اللازمة عند التحكيم التجاري وفض المنازعات.

من ناحية أخرى نجد أن التجربتين الماليزية والإماراتية يضع كلاهما تشريعات مستقلة لعملية إصدار الصكوك لضبط عمليات إصدار الصكوك، وأكثر من ذلك، حيث تُصدر ماليزيا مذكرات توضيحية لتلك التشريعات الخاصة بالصكوك، وذلك لضمان صحة التنفيذ وتجنب حدوث أزمات بالسوق نتيجة اختلاف تفسيرات نصوص القوانين واللوائح من قبل الخبراء والتنفيذيين.

ولكن، وعلى النقيض من ذلك، نجد أن المملكة العربية السعودية لا تخصص قوانين أو لوائح مستقلة لإصدار الصكوك بل دائماً ما تدمج الصكوك في تقاريرها تحت مسمى أدوات الدين دون الفصل بينها وبين السندات، أو دمجها في التشريعات ضمن الأوراق المالية الأخرى، وذلك كما أوضحناه سابقا عند عرض قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية، حيث لا يوجد بها ما يخص الصكوك بشكل مستقل، بل يتم تطبيق هذه القواعد على جميع الأوراق المالية في سوق رأس المال، سواء كانت هذه الأوراق المالية تقليدية أو إسلامية.

على الرغم من ذلك، تجدر الإشارة إلى تطور حديث وجيد في هذا الإطار، حيث شهدت المملكة ازديادا ملحوظ في إصدار الصكوك السيادية في السنوات القليلة الأخيرة، وهو ما استدعى وقبل بداية الإصدار الأول للصكوك السيادية في يوليو 2017 إصدار مذكرة معلومات تحت مسمى برنامج إصدار الصكوك ، يتناول إجراءات عملية إصدار الصكوك السيادية من قبل الحكومة السعودية متمثلة في وزارة المالية، حيث يعبر ذلك عن خطوة للأمام في طريق تخصيص قواعد إرشادية مستقلة لإصدار الصكوك السيادية بالمملكة.

## المبحث الثاني
## آليات الحوكمة الشرعية على إصدارات الصكوك بالمملكة بالمقارنة بماليزيا والإمارات

### أولاً: آليات الحوكمة الشرعية لإصدار الصكوك بالمملكة:

تعتبر آليات الرقابة الشرعية للخدمات المالية الإسلامية أهم ما يميزها عن نظيرتها التقليدية، وتعتبر تلك الآليات بمثابة إجراءات تنفيذية تتمثل في هيئات شرعية تندرج تحت الإطار التنظيمي للمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك من أجل الوصول إلى نظام رقابي فعال للتأكد من الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بالخدمات المالية الإسلامية. حيث أن هناك ثلاثة نظم للرقابة الشرعية هي: (1) نظام الرقابة الداخلية الشرعية، وتهدف إلى ضمان الالتزام بالشريعة الإسلامية في جميع معاملات المؤسسة المالية الإسلامية أو التي تقدم خدمات مالية إسلامية، مع تحديد المخالفات والابلاغ عنها للإدارة العليا لاتخاذ اللازم، وضمان عدم تكرارها مرة أخرى. (2) نظام الرقابة الخارجية الشرعية، يهدف إلى توفير المرجعية الشرعية للمؤسسة من خلال مراجعة جميع معاملات المؤسسة من قبل مدقق شرعي خارجي [1] (3) نظام الرقابة المركزية الشرعية، والذي يقوم بعملية الإشراف المركزي على الهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية.

من المفترض أن تتضمن آليات الرقابة الشرعية لإصدار الصكوك مرجعية شرعية محددة، وذلك لتجنب الوقوع في المخاطر الشرعية التي يمكن أن تتعرض لها الصكوك بداية من هيكل الإصدار وانتهاء بعملية الإطفاء، وتتشابه في ذلك مع العمل الرقابي على باقي أنواع الأوراق المالية التي تندرج تحت هيئات الأوراق المالية، حيث تختص الهيئة الشرعية لإصدار الصكوك بإبداء الرأي الشرعي في شأن الصكوك المزمع إصدارها واعتماد هياكلها وعقود ونشرات اكتتابها، والتحقق من اصدار وتداول الصكوك انتهاءً بعملية الإطفاء وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

في المملكة العربية السعودية - كما ذكرنا آنفاً- يوجد قصور في الجانب التنظيمي والبنية التشريعية لصناعة التمويل الإسلامي بشكل عام، وينعكس ذلك على بناء نظام حوكمة شرعية للمؤسسات المالية الإسلامية أو المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية، وبالتالي يؤثر ذلك بشكل مباشر على آليات الرقابة الشرعية كإجراء رقابي ضمن نظام الحوكمة الشرعية للخدمات المالية الإسلامية بالمملكة، وأخيراً يؤثر سلباً على عمليات إصدار الصكوك بالمملكة من حيث الرقابة الشرعية للصكوك، حيث لا يوجد بالمملكة هيئة رقابة شرعية مركزية تقوم بالإشراف على عمليات إصدار الصكوك، كما لا يوجد إلزام بالرجوع إلى تدقيق شرعي خارجي كمرجعية شرعية، ولكن يوجد هيئات شرعية تتبع كل مؤسسة مالية إسلامية أو كل مؤسسة تقدم خدمات مالية إسلامية

[1] عبد الباري مشعل، **الرقابة الشرعية للمصرف المركزي على المؤسسات المالية الإسلامية**، بحث مقدم لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، 2005، ص 10-11.

بشكل منفصل.

فعادة ما تتلاشي الدول والمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية ضعف البنية التشريعية والأطر التنظيمية للخدمات المالية الإسلامية لديها بالالتزام بمعايير موحدة لضبط المعاملات المالية الإسلامية مثل المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، أو معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB).

لكن حتى تاريخ اعداد هذا البحث (سبتمبر 2019) لم تلتزم المملكة العربية السعودية بتلك المعايير المتعارف عليها في صناعة التمويل الإسلامي، والتي لاقت القبول ومن ثم الالتزام بها من قبل العديد من الدول التي تقدم خدمات مالية إسلامية، مما قد يؤثر سلباً على عمليات إصدار الصكوك بالمملكة العربية السعودية من ناحية الرقابة الشرعية.

لكن تجدر الإشارة إلى أنه عادة ما يتم تعيين هيئة شرعية لكل إصدار للصكوك بالمملكة سواء كانت من الجهة المصدرة للصكوك في حال كان لديها هيئة شرعية أو تقوم تلك الجهة بتعيين مستشارين شرعيين من خارج المؤسسة المصدرة[1] بالإضافة إلى أنه عادة ما تستأنس ممارسات التمويل الإسلامي بالمملكة بآراء المجامع الفقهية فيما يتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية مثل مجمع الفقه الدولي بجدة. لكن تظل آراء هذه المجامع الفقهية والهيئات الشرعية والمستشارين الشرعيين غير مُلزمة للجهات القضائية بالمملكة العربية السعودية، وتظل فقط في إطار متابعة شرعية الإصدار، ولكنها لا تعتبر آلية رقابية لها صفة إلزامية.

**ثانياً: آليات الحوكمة الشرعية للتجارب الدولية الرائدة في إصدار الصكوك  ماليزيا – الامارات :**

تناول البحث آنفاً هاتين التجربتين – الماليزية والإماراتية – من الناحية التنظيمية والتشريعية لإصدار الصكوك، وتم الوقوف على مدى التقدم المتميز لهاتين التجربتين في هذا الجانب. وكما أن هناك ارتباطا وثيقا بين وجود بنية تشريعية وتميز في الأطر التنظيمية مع وجود نظام حوكمة شرعية للخدمات المالية الإسلامية، فإن ذلك مؤشر على وجود آليات رقابة شرعية متميزة لدى هاتين التجربتين يجب التعرض لها من أجل الاستفادة منها.

بالنسبة لآليات الرقابة الشرعية للصكوك في دولة ماليزيا، تتميز ماليزيا بشكل عام بوجود نظام حوكمة شرعية متكامل لقطاع الخدمات المالية الإسلامية، والذي يمثل مجموعة من الترتيبات المؤسسية والتنظيمية، والتي من خلالها تتأكد المؤسسات المالية الإسلامية من سلامة المعاملات من حيث الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية سواء على مستوى المؤسسة أو على المستوى المركزي لقطاع الخدمات المالية الإسلامية.

تتبع ماليزيا نظام الحوكمة الشرعية المركزي، حيث تتميز بوجود مجلس استشاري شرعي مركزي لكل من البنك المركزي الماليزي، وهيئة الأوراق المالية الماليزية، حيث تختص الأولى بالرقابة

[1] تم التوصل إلى هذه الملاحظة من خلال الاطلاع ومراجعة عدة نشرات إصدار للصكوك بالمملكة العربية السعودية

الشرعية على المؤسسات المالية الإسلامية أو التي تقدم خدمات مالية إسلامية، والثانية مختصة بسوق الأوراق المالية الماليزية، ويُعرف كل منهما بـ (Shari'ah Advisory Council "SAC") مع وجود هيئات شرعية مستقلة لكل مؤسسة تعرف بـ (Shari'ah Committee "SC"). ويتناول الشكل التالي توضيح ذلك.

**شكل رقم (2): الوضع التنظيمي للمجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية بماليزيا**

حاكم البلاد (الملك)

المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية

- التأكد من السلامة الشرعية في القضايا المالية المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامي وإصدار أحكام الموافقة عليها.
- تقديم المشورة لهيئة الأوراق المالية في ما يتعلق بالمعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامي من الناحية الشرعية.
- تقديم المشورة لأي شخص في أي قضية تتعلق بسوق رأس المال الإسلامي أو أي معاملة ذات صلة.

الجمعية العمومية

مجلس الإدارة — مدقق الحسابات

لجنة إدارة المخاطر — لجنة التدقيق — هيئة الرقابة الشرعية

وظيفة إدارة المخاطر الشرعية: تحديد وقياس ومراقبة والسيطرة على مخاطر عدم الامتثال الشرعي، والتخفيف من أحداث عدم الامتثال.

وظيفة التدقيق الداخلي

وظيفة التدقيق الشرعي الداخلي: توفير تقييم مستقل وتأكيد موضوعي يهدف إلى إضافة قيمة وتحسين درجة الالتزام بأحكام الشريعة. (تقييم نظام الرقابة الشرعية الداخلية)

الفتوى:
- تقديم الاستشارات الشرعية لمجلس الإدارة.
- المصادقة على السياسات والإجراءات الشرعية.
- التأكد من تطابق المنتجات مع المعايير الشرعية المجلس الاستشاري الشرعي.
- تقييم عمل وظيفة المراجعة الشرعية والتدقيق الشرعي الداخلي.

وظيفة البحوث الشرعية: إجراء البحوث والدراسات الشرعية قبل الموافقة على طرح المنتجات، بالإضافة إلى إجراء المسائل الإدارية والسكرتارية المتعلقة بالهيئة الشرعية.

وظيفة المراجعة الشرعية: تقييم منتظم عن الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية في الأنشطة والعمليات التي تقوم بها المؤسسة.

المصدر: عبد الباري مشعل، هيئة الرقابة الشرعية العليا – تجارب مقارنة وإطار مقترح، 2016

حيث ينص قانون ماليزيا لأسواق رأس المال والخدمات 2010 على الآتي[1]:

**المهام والاختصاصات للمجلس الاستشاري الشرعي:**

1. التأكد من السلامة الشرعية في القضايا المالية المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامي وإصدار أحكام الموافقة عليها.
2. تقديم المشورة لهيئة الأوراق المالية فيما يتعلق بالمعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامي من الناحية الشرعية.
3. تقديم المشورة لأي شخص في أي قضية تتعلق بسوق رأس المال الإسلامي أو أي معاملة ذات صلة.
4. أي مهام أخري يحددها مجلس الوزراء.

أما من حيث إلزامية القرارات الصادرة عن المجلس الاستشاري الشرعي فينص القانون على ما يلي:

1. يعتبر أي قرار صادر عن المجلس الاستشاري الشرعي قراراً ملزماً للآتي:
   - الأشخاص المرخص لهم، عمليات تبادل الأسهم والبيوع الآجلة، مراكز المقاصة، الودائع المركزية، أو الشركات المذكورة أو أي شخص مشار إليه وفقاً للقانون.
   - ملزماً للمحكمة أو المُحَكّم.
2. عند تعارض رأي صادر عن أي مستشار شرعي مسجل مع قرارات المجلس الاستشاري الشرعي، فإن قرار المجلس الاستشاري الشرعي هو المُقدم والمعمول به.

أما استقلالية المجلس الاستشاري الشرعي فقد أشار القانون للنص التالي:

- يتميز المجلس الاستشاري الشرعي باستقلالية عالية، حيث يتم تعينه من حاكم البلاد (السلطان) بالتشاور مع الوزير والبنك المركزي [2]

كما ينص قانون أسواق رأس المال والخدمات بماليزيا على المؤهلات العلمية لاختيار أعضاء الهيئات الشرعية، وشروط عمل الهيئة من حيث عدد مرات الانعقاد وطريقة رفع التقارير وكيفية تعيين وفصل الأعضاء ومعرفة المتطلبات الأخلاقية للمجلس الاستشاري الشرعي المركزي والهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، وعلى وجه الخصوص يتم تأسيس هيئة شرعية أو مستشار شرعي مُسجل تحت المبادئ التوجيهية لهيئة الأوراق المالية الماليزية تحت الباب 377 لكل عملية إصدار للصكوك من قبل الجهة المُصدرة، ولكن على أن تتم الموافقة النهائية للصكوك من

---

[1] Laws of Malaysia, Act A1370 Capital Markets and Services (Amendment), Act 2010, Page 303-304.

[2] عبد الباري مشعل، **هيئة الرقابة الشرعية العليا: تجارب مقارنة وإطار مقترح**، بحث مقدم لمؤتمر العمل المصرفي والمالي الإسلامي السنوي الحادي عشر بعنوان "المالية الإسلامية في اقتصاد ما بعد النفط"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "أيوفي" بالتعاون مع البنك الدولي برعاية مصرف البحرين المركزي، 2016، ص 55-56.

المجلس الاستشاري الشرعي لسوق الأوراق المالية الماليزية [1] وبالتالي يساعد ذلك بدوره على فاعلية أداء الرقابة الشرعية، وبالتالي دقة القرارات والفتاوى التي تخرج عنها، ومن ثم تقليل التعرض للمخاطر الشرعية المتعلقة بسوق الأوراق المالية ومن ثم إصدار الصكوك بماليزيا.

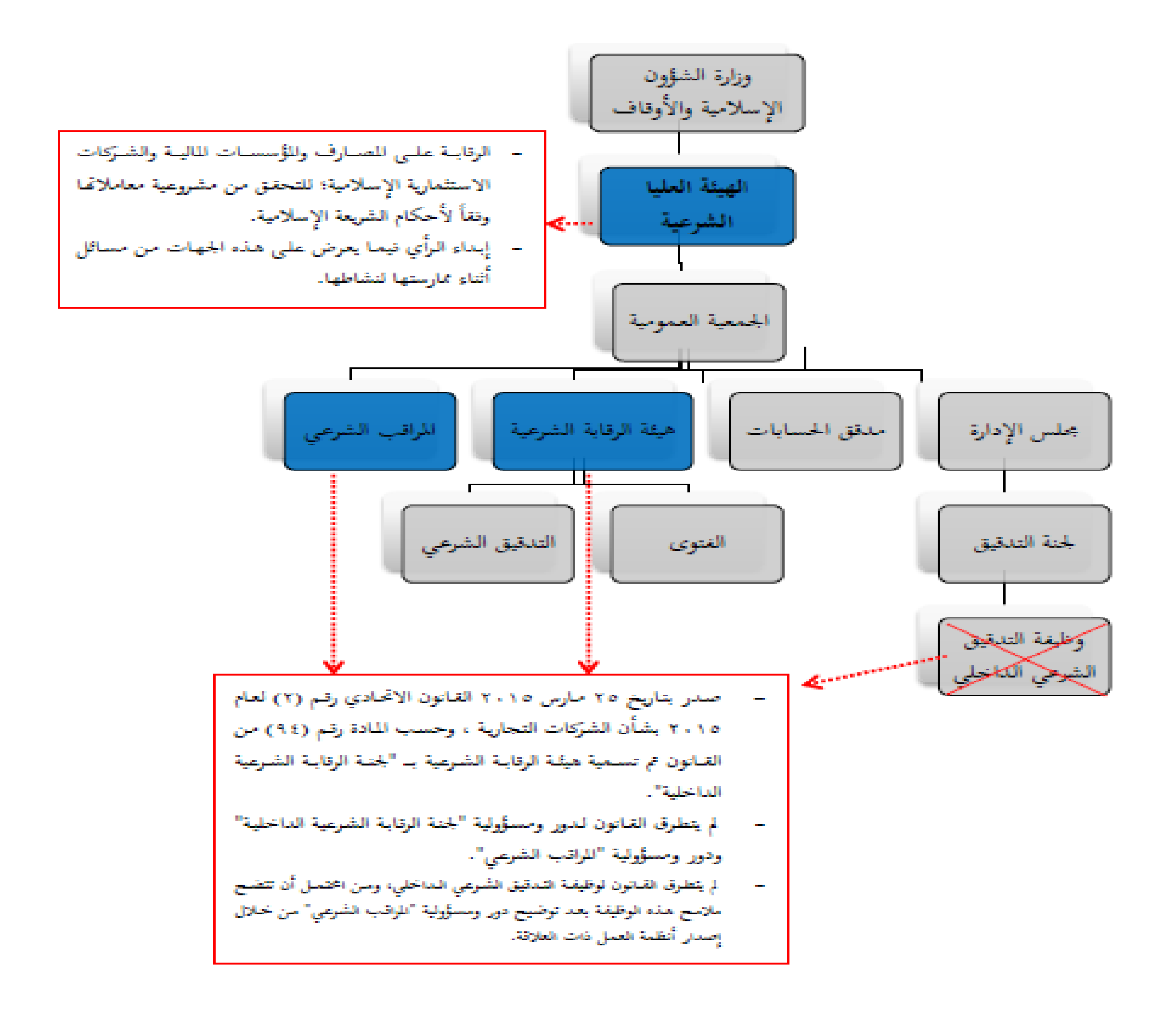
أما بالنسبة لآليات الرقابة الشرعية للصكوك بدولة الإمارات، فيوجد بها نظام حوكمة شرعية لقطاع الخدمات المالية الإسلامية، فطبقاً للمادة رقم (5) من القانون الاتحادي رقم (6) لعام 1985 بشأن المصارف والمؤسسات المالية والشركات الاستثمارية الإسلامية فقد تمّ إنشاء هيئة عليا شرعيّة للأنشطة الماليّة والمصرفيّة التي تتوافق وأحكام الشريعة الإسلاميّة وذلك بموجب قرار مجلس الوزراء رقم (102/ 5و/ 1) لسنة 2016، وطبقا لقرار تأسيس الهيئة فإنها تتبع الهيئة وزارة الشؤون الإسلامية والأوقاف، وتتولي تلك الهيئة الرقابة على المصارف والمؤسسات المالية والشركات الاستثمارية الإسلامية للوقوف على مدى التزام قطاع الخدمات المالية الإسلامية بالامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية، ويكون رأي الهيئة العليا الشرعية مُلزماً لجميع المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية، كما أن الهيئة هي التي تُجيز أسماء أعضاء هيئة الرقابة الشرعية الخاصة بتلك المؤسسات قبل صُدور التشكيل، وبالتالي يساعد ذلك فى التفاهم والانسجام في دورها الرقابي على الهيئات الشرعية الخاصة. وتُعنى «الهيئة» بتقديم وتبني المعايير الشرعية الجديدة والحالية والوثائق الموحدة بشأن أفضل الممارسات المتعلقة بالخدمات المالية الإسلامية العالمية.
وتعمل «الهيئة» على إخطار مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي بالأمور الشرعية بشأن الأنظمة الوقائية المتعلقة بالخدمات المالية الإسلامية العالمية وبشأن الأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والعمل على تطويرها للقيام بهدف مساعدة المصرف المركزي فيما يتعلق بالإدارة المصرفية والنقدية. كما تتولى «الهيئة» مهمة إجراء البحث الشرعي في التمويل الإسلامي ودعمه، وتعمل على الاتصال والتعاون مع المنظمات الدولية الأخرى التي تضع الأنظمة والمعايير الشرعية للخدمات المالية الإسلاميّة حالياً.

لكن القانون الاتحادي رقم (6) لعام 1985 بشأن المصارف والمؤسسات المالية والشركات الاستثمارية الإسلامية لم يتطرق لدور الهيئات الخاصة ولا دور المراقب الشرعي – باستثناء الدور الرئيسي المنوط بالهيئات الشرعية وهو العمل على توافق المعاملات المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية – من حيث التدقيق والفتاوى والمراجعة الشرعية وغيرها من المهام والاختصاصات المتعلقة بها – مما قد يؤثر على دورها بشكل سلبي في المؤسسات، بالإضافة إلى مستوى الانسجام مع الهيئة العليا الشرعية، ولكن من الممكن يتم توضيح ذلك في مذكرة المعلومات والأدلة الاسترشادية

[1] سعيد بوهراوة، **الحوكمة الشرعية لإصدار الصكوك**، بحث مقدم لمؤتمر أيوفي السادس عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2018، ص 5.

ذات العلاقة[1] ويتناول الشكل التالي توضيح ذلك.

**الشكل رقم (3): الهيكل التنظيمي للهيئة العليا الشرعية بدولة الإمارات**




**المصدر: عبد الباري مشعل، هيئة الرقابة الشرعية العليا – تجارب مقارنة وإطارمقترح، 2016**

أما فيما يتعلق بالحوكمة الشرعية على إصدارات الصكوك فإن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع بدولة الإمارات العربية المتحدة في قراره رقم 16 لسنة 2014 بشأن نظام الصكوك في المادة رقم (5) والمادة رقم (11) فقد أكد على أنه يتم إجازة الصكوك من قبل اللجنة الشرعية لدى الملتزم، وإذا لم يكن لديه لجنة شرعية يجب إجازة الصكوك من قبل لجنة شرعية يوافق عليها مُنظم الإصدار، كما يجب على الملتزم ضمان استخدام عائدات الصكوك في أغراض متوافقة مع الشريعة الإسلامية [2] إلا أن عدم تحديد مسؤولية نطاق الهيئة الشرعية التي تعتمد إصدار الصكوك كما ذكرنا آنفاً،

[1] عبد الباري مشعل، **هيئة الرقابة الشرعية العليا: تجارب مقارنة وإطار مقترح**، بحث مقدم لمؤتمر العمل المصرفي والمالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 24.

[2] عبد الباري مشعل، **الحوكمة الشرعية لإصدار الصكوك: دراسة تطبيقية على صكوك دانة غاز**، بحث مقدم لمؤتمر أيوفي للهيئات الشرعية السنوي في نسخته السادس عشر، مملكة البحرين، 2018، ص14.

أدى إلى بعض المشكلات الخاصة بآليات الرقابة الشرعية كما حدث في شركة دانة غاز في بلد تلك التجربة التي نحن بصدد دراستها – الإمارات العربية المتحدة – حيث أن اقتصار دور اللجنة الشرعية على إجازة هيكل الصكوك (أي خلال مرحلة الإصدار فقط) دون مرحلة الاستثمار ومرحلة الإطفاء، قد أدى إلى وجود خلل في عملية الرقابة الشرعية للصكوك. وهو ما دفع هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (الأيوفي) على إصدار معيار خاص بحوكمة الصكوك وقد صدرت مسودة الدراسة الأولية للمعيار لتفادي جميع المشاكل المتعلقة بحوكمة الصكوك [1] حيث أن دولة الإمارات العربية المتحدة من الدول الأعضاء لأيوفي وملتزمة بتطبيق المعايير الصادرة عنها.

نستنتج مما سبق أن هاتين التجربتين – الماليزية والإماراتية – لديهم تجربة متميزة من حيث الحوكمة الشرعية لقطاع الخدمات المالية الإسلامية ومن ثم الصكوك، وذلك بإكساب نظام الحوكمة الشرعية والذي يتمثل في هيئات شرعية سواء مركزية أو خاصة بالمؤسسات صفة الإلزامية والاستقلالية، بالإضافة إلى تحديد المهام بدقة وتوضيح الأدوار بعناية كما هو مُفصل في الأشكال التوضيحية السابقة ونصوص القوانين.

**ثالثاً: التحديات التي تواجه آليات الحوكمة الشرعية لإصدار الصكوك بالمملكة:**

تعتمد المملكة العربية السعودية بشكل تلقائي على أن جميع المعاملات المالية تتسم بالتوافق مع الأحكام الشرعية، ويأتي هذا الوضع الشرعي التلقائي للمعاملات المالية بالمملكة من كونها قاطرة الدول الإسلامية وتتخذ مصادر التشريع – القرآن والكريم والسنة النبوية المطهرة – دستوراً للدولة، حيث أن هاذين المصدرين هما أيضاً مصدرا الأحكام الشرعية للمعاملات المالية الإسلامية.

نتج عن هذا الاعتقاد ضعف الالتفات من قبل الجهات المختصة إلى تأسيس نظام للحوكمة الشرعية للقطاع المالي بأكمله بالمملكة، اعتقاداً بأنه لا توجد حاجه مُلحة لتأسيس نظام حوكمة شرعية بالمملكة، لكن ونظرا لأن القضايا الفقهية تتسم بشكل عام باختلاف الآراء ووجهات النظر، فإن الأمر يحتاج إلى تأطير التوسع في آراء الفقهاء واختلاف مدارسهم الفقهية في شكل نظامي ومرجعية واحدة حتى يتم تقليل دائرة الخلاف في تطبيق الأحكام الشرعية الخاصة بالمعاملات المالية ومن ثم تقليل دائرة النزاع والخلاف في فض المنازعات والتحكيم التجاري.

وفى هذا السياق فقد أشارت العديد من الدراسات والتقارير إلى عدم وجود نظام للحوكمة الشرعية لقطاع الخدمات المالية بالمملكة ومدى تأثيره السلبي على قطاع الخدمات المالية بشكل عام، وسوق رأس المال والصكوك بشكل خاص، حيث أكد تقرير لشركة الجزيرة كابيتال على أن اختلاف آراء الفقهاء في القضايا المالية المتعلقة بإصدار الصكوك بالمملكة دون توحيد المرجعية الشرعية يؤدي

[1] عبد الباري مشعل، **الحوكمة الشرعية لإصدار الصكوك: دراسة تطبيقية على صكوك دانة غاز**، بحث مقدم لمؤتمر أيوفي للهيئات الشرعية السنوي، مرجع سابق، ص 3، 31.

إلى زيادة في تكلفة إصدار الصكوك، وإهدار الوقت في التنقل بين إثبات الأطراف المتعاملين صحة الآراء الفقهية التي تم الاستناد إليها من قبل كل طرف [1]

كما أكد تقرير لشركة السعودي الهولندي المالية أن تفسيرات الأحكام الشرعية الخاصة بالصكوك غير موحدة بالمملكة مما يعرقل تطوير سوق الصكوك، ويزيد من تشتت المستثمرين [2]

إضافة إلى وجود دراسات أخرى تؤكد على وجود بعض المخالفات الشرعية بالصكوك المصدرة بالمملكة العربية السعودية نتيجة عدم التزام مُصدريها بمعايير شرعية موحدة [3] كما أضافت دراسة أخرى أن ضعف الرقابة الشرعية للصكوك بالمملكة يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي يترك أثراً سلبياً على القيمة السوقية للصكوك [4]

بالمقارنة مع التجربتين – الماليزية والإماراتية – سالفة الذكر، فالمملكة تنافس هاتين التجربتين من ناحية حجم إصدار الصكوك حيث تحتل الثلاث دول بالترتيب – ماليزيا، المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة – المراكز الأولى عالمياً من حيث حجم إصدار الصكوك، وبالتالي لكي تحافظ المملكة على تلك المنافسة؛ يجب أن تتلاشي أي مخاطر قد تؤثر على زعزعة الثقة بسوق الصكوك لديها، وإلى الآن تعتبر المخاطر التنظيمية والشرعية هي الأكثر تهديداً بسوق الصكوك بالمملكة.

وكان أكثر ما يميز تلك التجربتين هو الصفة الإلزامية التي يكتسبها نظام الحوكمة الشرعية في كل منهما، بالإضافة إلى وجود مرجعية شرعية لتلك التجربتين، والتي تتمثل بالنسبة لماليزيا في وجود مجلس استشاري شرعي مركزي لهيئة الأوراق المالية، والذي عادة ما يُزود السوق بمذكرات معلومات وأدلة استرشادية، للمحافظة على توحيد تلك المرجعية الشرعية، وتجنب اختلاف تفسيرات نصوص القوانين.

وبالمثل تتميز دولة الإمارات بوجود مرجعية شرعية تتمثل في وجود هيئة عليا شرعية، بالإضافة إلى التزام دولة الإمارات العربية المتحدة بمعايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أيوفي ، وهذا ما تفتقده المملكة العربية السعودية من حيث عدم وجود مرجعية شرعية تتمثل في عدم وجود هيئة شرعية مركزية، كما أنه لا يوجد أي التزام بأية معايير سواء معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أيوفي أو معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية أو أيه معايير موحدة ومعلنة خاصة بها.

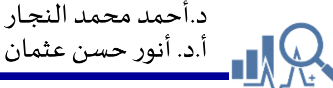
---

[1] تقرير الجزيرة كابيتال " الجزيرة للأوراق المالية"، **دور التمويل في سوق رأس المال السعودي**، 2010، ص 16.

[2] تقرير شركة الهولندي السعودي المالية، **سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية**، 2013، ص 11.

[3] فضل عبد الكريم محمد، **التمويل الإسلامي في المملكة العربية السعودية: الفرص والتحديات**، دراسة منشورة بمجلة البحوث والدراسات الشرعية، العدد 43، ذو القعدة 1436هـ، جمهورية مصر العربية، ص 175.

[4] أمجد سالم قويدر لطايفه، **مخاطر الصكوك الإسلامية في سوق المملكة العربية السعودية**، بحث منشور بمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مجلد 19، العدد 55، القاهرة، 2015، ص 85.



ولكن، وقبل ختام هذه النقطة، ومن الواقع العملي، فإنه غالباً ما يتم تعين هيئة شرعية لكل إصدار صكوك، للتحقق من الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية، لكن يظل تعيين تلك الهيئات الشرعية هو أمر اختياري ولا يُعد إلزاماً قانونياً.

ومثال على ذلك فقد أوصت مذكرة المعلومات برنامج إصدار الصكوك الصادر عن وزارة المالية السعودية في يوليو 2017 حملة الصكوك بما نصه: نحث كل مشترٍ محتمل للصكوك بالحصول على المشورة من مستشاره الضريبي والقانوني والشرعي والمالي والتجاري بخصوص المسائل الضريبية والقانونية والشرعية والتجارية المتعلقة بشراء الصكوك .

وهذه التوصية، وإن كانت قد أشارت إلى ضرورة مراجعة الراغبين في الاكتتاب في الصكوك الحكومية لهيئات شرعية لاستطلاع الآراء بشأن توافق هذه الصكوك مع الشريعة، إلا إنها تعد غير كافية من حيث الدرجة المرجوة لآليات الرقابة الشرعية السليمة، ولا تزال المملكة بحاجة مُلحة إلى بناء نظام حوكمة شرعية لقطاع الخدمات المالية الإسلامية بشكل عام، وذلك من أجل توحيد المرجعية الشرعية للمعاملات المالية، ومن ثم الاستمرار في النهوض بصناعة التمويل الإسلامي بالمملكة، والذي سيترتب عليه استمرارية المنافسة على صدارة سوق الصكوك عالمياً، بالإضافة إلى النهوض ببرنامج تطوير القطاع المالي ضمن رؤية المملكة 2030.

## أهم النتائج والتوصيات

**أولا: أهم النتائج:**

1. لا تخصص المملكة العربية السعودية أية قوانين أو لوائح مستقلة لإصدار الصكوك بل تقوم بإدماج الصكوك في التشريعات ضمن الأوراق المالية الأخرى، كما أنها تشير في تقاريرها الرسمية إلى الصكوك تحت مسمى أدوات الدين جمعا مع السندات دون أي فصل أو تمييز بينهما.
2. تضع كلا من الامارات وماليزيا تشريعات مستقلة لعملية إصدار الصكوك لضبط عمليات الإصدار، كما يتم إصدار مذكرات توضيحية للتشريعات الخاصة بالصكوك، وذلك لضمان صحة التنفيذ وتجنب حدوث أزمات بالسوق نتيجة اختلاف تفسيرات نصوص القوانين واللوائح من قبل الخبراء والتنفيذيين.
3. عدم وجود نظام للحوكمة الشرعية للقطاع المالي الإسلامي بأكمله داخل المملكة العربية



السعودية، نظرا لضعف الالتفات من قبل الجهات المختصة بالمملكة إلى أهمية الحاجة لتأسيس نظام حوكمة شرعية من الأساس.

4. لدى كلا من الامارات وماليزيا تجربة متميزة من حيث الحوكمة الشرعية لقطاع الخدمات المالية الإسلامية ومن ثم الصكوك، وذلك بإكساب نظام الحوكمة الشرعية والذي يتمثل في هيئات شرعية سواء كانت هيئات شرعية مركزية أو هيئات شرعية خاصة بالمؤسسات، تكون لها صفة الإلزامية والاستقلالية، بالإضافة إلى تحديد مهامها ودورها بدقة.

**ثانيا: أهم التوصيات:**

1. حث الجهات المسئولة بالمملكة العربية السعودية خاصة هيئة السوق المالية على ضرورة إصدار إطار تنظيمي وقواعد واضحة لإصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية، وإحداث التمايز المطلوب بين الصكوك والأوراق المالية الأخرى خاصة السندات ضمن الإطار التنظيمي الحاكم للإصدار والتداول.
2. تأسيس هيئة رقابة شرعية مركزية أو الاتجاه كحد أدنى لاعتماد المعايير والمبادئ التوجيهية للصكوك والصادرة عن الجهات المنظمة للصناعة مثل مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) خاصة وأن المملكة عضو بهذه المنظمات.
3. إعطاء الصفة الإلزامية لنظام الحوكمة الشرعية ضمن الأطر الحاكمة لإصدار الصكوك تشمل كافة مراحل اصدار الصك بداية من الإصدار وحتى الإطفاء.
4. ضرورة الاستفادة من التجربتين الماليزية والإماراتية في إصدار الصكوك سواء في الجوانب التنظيمية والقانونية أو في إطار الحوكمة الشرعية للإصدارات لضمان استمرارية المنافسة على صدارة سوق الصكوك عالمياً مستقبلا.





# إدارة مخــاطــر الصكوك الإسلامية

**د.عزالدين زلي حشلوف**
عضو هيئة تدريس بجامعة المرقب- الخمس -ليبيا

**أ. صالح فتح الله الدوفاني**
عضو هيئة تدريس بجامعة المرقب-الخمس-ليبيا

**أ. خالد عبدالجليل ابوجناح**
عضو هيئة تدريس بجامعة الزيتونة-ترهونة-ليبيا

**ملخص:**

من خلال الورقة تبين أن الصكوك الإسلامية هي بديل لوسائل تقليدية كالسندات التي تتعامل بنظام الفائدة، وشأنها شأن أي ورقة مالية أخرى بالإضافة لكونها خليطاً من النقود والديون والمنافع والأعيان تتعرض للمخاطرة، وبالتالي سعت هذه الوقة لاستجلاء أنواع المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية وتوضيح دواعي وخطوات إدارة المخاطر لهذه الصكوك، وكذلك معرفة أليات مخاطرها، وبالاعتماد على منهج الاستقراء يمكن تلخيص أهم النقاط التي احتوت عليها الورقة وتوصلت لها من نتائج وهي: أن الصكوك الإسلامية تتعرض لنوعين من المخاطر الأول: مخاطر يطلق عليها بالمخاطر المنتظمة التي تتعلق بالأسواق المالية وكذلك مخاطر تتعلق بالأوضاع السياسية وحالات الاستقرار من عدمه والسياسة النقدية والمالية في الدولة، ثم النوع الثاني هي مخاطر غير منتظمة أو خاصة بطبيعتها وهي مخاطر مصدري الصكوك ومخاطر تصكيك الأصول العينية والمخاطر التشغيلية الخاصة بها، ومخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية، ثم مخاطر صيغ التمويل الإسلامي كالمضاربة والمشاركة والسلم والإجارة وغيرها، ثم مخاطر المشاريع الاستثمارية، ثم توصلت الورقة للكشف عن دواعي وخطوات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية وهي أن هذا الفرع من الإدارة يهتم بالمحافظة على الأصول والرقابة عليها والتقليل بقدر الإمكان من أي خسائر ناتجة عن التعامل بها، وإعداد الدراسات المهمة بشأنها، وتتبع إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية خطوات هي في الجوهر نابعة من مبادئ الإدارة التي وضع أسسها العلماء المؤسسون لعلم الإدارة وهي مبادئ أو وظائف الإدارة: التخطيط، والتنظيم، التنسيق، التوجيه، والرقابة، وعليه فالخطوات منسجمة مع هذه المبادئ التي تمثل روح العمل فيها، وأولها تحديد المخاطر من حيث البحث عن مصدر تلك المخاطر سواء أكانت مخاطر ائتمان أو مخاطر سوق أو مخاطر تشغيل أو مخاطر شرعية وهو نوع من التخطيط الإداري الذي يسبق أي إجراء إداري آخر، ثم تقييم المخاطر ويجب أن يعطي صورة شاملة عن المخاطر أي الكشف عن كونها مخاطر مرتفعة أم متوسطة أم منخفضة وهذا يعني الدخول في وظيفة التنظيم الإداري، ثم تأتي خطوة ضبط المخاطر وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، وهذا الضبط لا يتم

بدون تنسيق وهذه من وظائف الإدارة الأساسية ، ثم تأتي خطوة تنفيذ القرار التي تعني وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ، وهذا ما ينسجم مع وظيفة التوجيه الإداري، ثم الخطوة الأخيرة وهي مراقبة المخاطر التي تعني مراجعة النتائج وتصحيح الأخطاء وهذه من وظائف الإدارة أي الرقابة الإدارية والمالية، وفي الهدف الأخير تم توضيح أليات مواجهة المخاطر للصكوك الإسلامية التي تدور حول أليات أهمها: دراسة الجدوى الفنية والاقتصادية التي يجب أن تسبق الدخول في أي إصدار للصكوك الإسلامية، وتفعيل كفاءة إدارة مخاطر الصكوك، وتوفير الضمانات الكافية، والتأمين التكافلي التعاوني (الإسلامي)، والاحتياط من الأخطار الاعتيادية أو غير الاعتيادية، والتحوط من المخاطر باتباع الأسس الشرعية والقانونية التي تكفل تحقيق هذه الألية، وتبني مفهوم الحوكمة كإطار موسع ومنظم في التعامل مع أصحاب المصلحة من حملة الصكوك الإسلامية.


## Abstract:

This paper depics that Islamic bond is an alternative to conventional means such as bonds with interest rates. Islamic bond can also be applied for other securities for they are a combination of money, debt, benefits and other objects which are at risk. In addition, these securities seek for clarification for various risks which have been faced by Islamic bond, explanation of indications and steps of risk management of these bonds as well as the description of the mechanisms of the risks. Basing on the research method, several important points in this paper can be summarized as follows: Islamic bonds are exposed to two types of risks. The first is system risks related to financial markets, political situations and its instability, as well as monetary and fiscal policy in the state. The second type is non-systemic risk or the risk of their specific natures, namely, the source of instrumental risks, the risks of physical assets' process, the risk of specific operationals, the risk of violating the Sharia law, the risks of Islamic finance concepts such as mudaraba, musharaka, salam, ijara, etc., and then the risk of investment projects. This paper also revealed the reasons and steps of risk management for Islamic bonds. This kind of management is concerned with the preservation and assets' control, minimalization of any losses resulted by dealing with them, and preparation of important studies. The risk management of Islamic Instrument follows several steps which essentially were derived from the management principles established by the founding scientists of management science, namely the principles or functions of management; planning, organizing, coordinating, directing, and controlling. Therefore, the steps are consistent with these principles, which represent the spirit of work. The first is the identification of the risks in terms of looking for the source of those risks, whether it is credit risk, market risk, operational risk or legitimate risk. The identification is a type of management planning that

precedes any other administrative procedures. And then, risk assessment is to give a comprehensive figure of the risks, i.e to reveal wether they are high, medium or low risks. This steps include into the function of administrative management. The next step is the risk control which is done by examining alternatives to deal with each type of risks of Islamic bonds. This adjustment is not done without coordination which is the task of basic management. The next step is the implementation of resolution, which means putting in place the necessary mechanisms to implement appropriate alternatives to deal with risks. This is consistent with the function of management guidance. The last step is to monitor the risks, which means reviewing the results and correcting errors. This is one of the functions of management, i.e, administrative and financial control. In the last objective, the mechanisms for addressing the risks of Islamic bonds were completely discussed covering some most important mechanisms; the technical and economic feasibility study that should be done before getting into any issues of Islamic bonds, activation of the efficiency of bond risk management, provision of adequate safeguards and (Islamic) cooperative Takaful Insurance, precaution against the usual and unusual risks, and adoption of government's concept such as the expanded and structured framework in dealing with stakeholders from campaigning Islamic bond.

**المقدمـــة:**

لاقت الصكوك الإسلامية انتشاراً واسعاً في كثير من دول العالم، وذلك لما حققته من نتائج إيجابية في مجالات التمويل والاستثمار في كثير من القطاعات الاقتصادية، كما أنها تتميز بتعدد أنواعها كصكوك المشاركة والمضاربة والسلم وغيرها مما فتح أبواباً كثيرة للاستثمار، فأدى ذلك إلى زيادة قوة الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات التمويل الإسلامي، وأحتل هذا الدور الأهمية القصوى باعتبار أن الشريعة الإسلامية تحرم أدوات أخرى للاستثمار مثل السندات والتي تعد من أكثر أدوات التمويل شيوعاً اليوم، لكن بسبب حرمة التعامل معها باعتبارها أحد أشكال الربا الذي حرمه الله عز وجل في كتابه العزيز حيث قال تعالى : ﴿**يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ**﴾[1] فكان لابد من التركيز والتوسع في أدوات بديلة فكانت الصكوك أحد أهم هذه البدائل المتاحة أمام مؤسسات الاقتصاد الإسلامي.

وهنالك أسباب كثيرة لاتساع سوق الصكوك منها ما يلي:

1. القناعة المتولدة عند المدخرين بعدم التعارض مع أحكام الشريعة وأداء الصكوك وهيكلتها.
2. ظهور أسواق الأوراق المالية والتداول الصكوك فيها وتوسع نطاقها.
3. البدء في وضع التشريعات الكفيلة بتنظيمها.

1- سورة آل عمران : الآية 130.

4. الحاجة المستمرة إلى التوسع في مشاريع البنية التحتية بدول الخليج مع توفير السيولة اللازمة لتمويل الصكوك.
5. قدراتها على توفير التحويل المستقر طويل الأجل.
6. قدرة الصكوك على الوفاء بتغطية العجز المالي.

وقد رجحت هيئة السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM)، وصول حجم سوق الصكوك الإسلامية حتى نهاية العام الماضي 2018 إلى ما بين 80 و90 مليار دولار، وذكرت تقارير السوق أنه من المتوقع أن تظل سوق الصكوك الإسلامية مستقرة، مع دخول أسواق جديدة كالمغرب، إضافة إلى استمرار إصدار الصكوك من بعض الأسواق بصدارة المملكة العربية السعودية والبحرين والإمارات إضافة إلى ماليزيا وإندونيسيا[1].

غير أن إصدار الصكوك عموماً محفوف بالمخاطر كأي ورقة مالية أخرى بالذات في ظل التطورات والمستجدات المتوالية والمتسارعة في بيئة التمويل في عالمنا الحالي، وتتباين وتتنوع المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقاً لهيكل الصك، فمخاطر صكوك المضاربة تختلف عن تلك المخاطر التي تتعرض لها صكوك الإجارة كما تختلف عن مخاطر أخرى قد تتعرض لها صكوك السلم أو الاستصناع، فيما يعد التحوط من المخاطر أو بمعنى أكثر عملية ودقة إدارة المخاطر من أهم التحديات التي تواجه التمويل الإسلامي فكان هناك فرعاً مهماً ومجالاً ذو حظوة كبيرة في دراسة التمويل والاقتصاد الإسلامي والتسويق المصرفي الإسلامي وهو إدارة المخاطر في الصكوك الإسلامية[2].

وبالتالي فالمخاطر تعد من أهم التحديات التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية والمصرفية في كل أنحاء العالم، وتسعى إلى حسن إدارتها، وكما سبق ذكره ومما يجدر التأكيد عليه أن التغلب نهائياً من المخاطر يعد أمراً بعيد المنال أو ربما هو أمر غير واقعي، علماً بأن إدارتها تتم من خلاله توجيه الأنشطة ومراقبتها من أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والشفافية، بعبارة أخرى هي الإجراءات المستخدمة بواسطة ممثلي أصحاب المشروع أو أصحاب المصالح فيه لتوفير رقابة على المخاطر التي يتعرض لها المشروع في اثناء عمله[3].

إن مبدأ المخاطرة في الاستثمار يقيم تلازماً منطقياً أساسه العدل بين العمل والجزاء وبين الحقوق والالتزامات وبين المغانم والمغارم، فاستحقاق الربح في أي عملية استثمارية إنما منشؤه المخاطر التي

---

1- مويضي المطيري، بصدارة السعودية .. 90 مليار دولار حجم الصكوك الإسلامية، جريدة العرب الاقتصادية الدولية الالكترونية، الجمعة 12 أكتوبر 2018م.

2- نجلاء بنت البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، المملكة العربية السعودية: إصدارات كرسي سابك للأسواق المالية، 2013م، ص12.

3- إبراهيم رباح إبراهيم المدهرن، دور المدقق الداخلي في تفعيل إدارة المخاطر في المصارف العاملة في قطاع غزة، رسالة الماجستير، فلسطين، 2011م، ص 22.

تنجم من أداء الأعمال من أجل تحقيق نماء وتطور ذو قيمة اقتصادية، والعمل تحت المخاطر كذلك يتميز باستعداد المستثمر لتحمل نتائج الاستثمار ربحاً أو خسارة، ولولا هذا الاستعداد لتحمل عبء المخاطرة لما قام الاستثمار من الأصل وبالتالي لما نشأ الربح، فالاستعداد لتحمل المخاطرة شرط ضروري للسلامة الشرعية كي يتحقق الربح في أي عملية استثمارية[1].

كما يستند مبدأ المخاطرة في الاستثمار إلى مبدأ عام وهو العدل، وذلك بإقامة التوازن بين أطراف التعاقد على ضوء القواعد الفقهية التي تجعل الخراج لمتحمل الضمان وتجعل الغرم على مستحق الغرم، ويقوم مبدأ المخاطرة على درء مناقضة العدل في المعاملات المالية بدليل أن سلبها يعد مظهراً من مظاهر الظلم، ويعد إخلالاً لميزان العدل، فلا يجتمع مغنمان لطرف (ضمان سلامة رأس المال، وضمان العائد)، بينما يستحق الطرف الآخر مغرمين (خسران الجهد، وجبران رأس المال للطرف الأول)، لذلك يمكن القول بأن الحكمة التشريعية لمبدأ المخاطرة هي تحقيق المصلحة أو باستنادها إلى روح الشريعة ومقاصدها فقد نص الشارع على أن الخراج بالضمان[2]. وقاعدة الخراج بالضمان قاعدة عظيمة مبنية على حديث شريف وهو (أن رجلاً ابتاع عبداً، فأقام عنده ما شاء الله أن يقيم، ثم وجد به عيباً، فخاصمه إلى النبي ﷺ: فرده عليه، فقال الرجل: يا رسول الله، قد استعمل غلامي فقال: الخراج بالضمان)[3]. وكذا قال السادة الفقهاء : معناه ما خرج من الشيء من غلة، ومنفعة، وعين، فهو للمشتري عوض ما كان عليه من ضمان الملك، فإنه لو تلف المبيع كان من ضمانه، فالغلة له، ليكون الغنم في مقابلة الغرم[4].

ومن هنا يمكن القول بأن دفع المخاطر هي من دفع المفاسد، وهذا من أسس الشريعة الإسلامية، قال ابن قيم الجوزية رحمه الله: الشريعة مبناها وأساسها يقوم على الحكم ومصالح العباد في المعاش والمعاد، وهي عدل كلها، ورحمة كلها، ومصالح كلها، وحكمة كلها فكل مسألة خرجت عن العدل إلى الجور، وعن الرحمة إلى ضدها، وعن المصلحة إلى المفسدة، وعن الحكمة إلى البعث، فليست من الشريعة وإن دخلت فيها بالتأويل، فالشريعة عدل الله بين عباده، ورحمته بين خلقه، وظله في أرضه، وحكمته الدالة عليه وعلى صدق رسوله صلى الله عليه وسلم[5].

---

1- عدنان عبد الله عويطة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي، دراسة تأصيلية تطبيقية رسالة دكتوراة، جامعة اليرموك أربد الأردن، 2006م، ص32-33 .

2- عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي، المرجع السابق، ص66.

3- محمد شمس الحق العظيم آبادي، عون المعبود، كتاب الإجارة، بيروت: دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع رقم الحديث 3510، 1995م، ص332. وقد أخرج هذا الحديث الترمذي في جامعه وقال : هذا حديث صحيح غريب.

4- جلال الدين السيوطي، الأشباه والنظائر في قواعد وفورع فقه الشافعية، بيروت: لبنان، دار الكتب العلمية، 2015م، ج2، ص207.

5- محمد بن أبي بكر ابن قيم الجوزية، إعلام الموقعين عن رب العالمين، بيروت: لبنان، دار الكتب العلمية، 1991م، ج3، ص12 .

### أسئلة البحث

تتمثل أسئلة البحث في الآتي:

1. ما أنواع المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية؟
2. ما دواعي وخطوات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية؟
3. ما طرق مواجهة المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية؟

### أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث في الآتي:

1. التعرف على أنواع المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية.
2. التعرف على دواعي وخطوات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية.
3. التعرف على أليات مواجهة المخاطر للصكوك الإسلامية.

### منهجية البحث

اعتمدت الدراسة على المنهج الاستقرائي من خلال استقراء مفهوم الصكوك الإسلامية من خلال وظيفتها الحالية في التسويق الإسلامي، وتتبع أنواع المخاطر التي تواجهها وتحديد مصادر تلك المخاطر ودواعي وجود إدارة المخاطر الصكوك الإسلامية، وكذلك طرق مواجهة المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية، حيث بالاستقراء يمكن استخلاص خطوات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية من خلال مبادئ الإدارة عموماً ومن خلال مفهوم المخاطر كذلك وهكذا، ويعرف المنهج الاستقرائي بأنه المنهج الذي ينتقل فيه الباحث من الجزء إلى الكل، باعتبار أن ما يسري على الجزء يسري على الكل فجوهر المنهج الاستقرائي هو الانتقال من الجزئيات إلى الكليات أو من الخاص إلى العام والاستقراء هو الطريق نحو تكوين المفاهيم والوصول إلى التعميمات، عن طرق الملاحظة ودراسة الفروض والبراهين وإيجاد الأدلة[1].

---

1- أحمد عبد الكريم سلامة، الأصول المنهجية لإعداد البحوث العلمية، القاهرة: دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، 1999م، ص35.

## المبحث الأول: مفهوم المخاطر

### أ. تعريف وأصل كلمة المخاطر

**أولاً: معنى المخاطرة في اللغة**

المخاطر في اللغة العربية مأخوذة من كلمة خطر، وهذه الحروف الثلاثة هي أصلان لمعنيين، أحدهما: القَدْرُ والمكانة، والثاني: اضطراب الحركة[1]، ويتجلى ذلك من خلال المعاني التي يمكن أن تستعمل فيها، فعلى سبيل المثال لا الحصر، منها:

1. ارتفاع القدر والمكانة والشرف والمنزلة، يقال: رجل خطير، أي: له قدر، وأمر خطير، أي: رفيع[2]، ومنه قوله صلى الله عليه وسلم في الحديث: "ألا مشمرٌ للجنة؟ فإن الجنة لا خطرَ لها"[3] أي: لا مِثل لها كما يقول علماء اللغة.
2. الإشراف على الهلاك يقال: خاطر بنفسه يخاطر مخاطرة، وخاطر بقومه كذلك إذا أشفاها وأشفى بها وبهم على خطر، أي: على شفا هُلكٍ أو نيل مُلكٍ[4] وقد جاء في الحديث "... إلا رجل خرج يخاطر بنفسه وماله"[5] أي: يلقيها في التهلكة بالجهاد.
3. ويسمى الرهان خطراً، لوجود احتمالية الربح أو الخسارة، يقال: تخاطرا، أي: تراهنا، وتخاطروا على الأمر، أي: تراهنوا، وخاطرهم: راهنهم[6].

**ثانياً: معنى المخاطرة في الفقه الإسلامي**

باختصار شديد يمكن القول إنه لا يكاد يخرج استخدام الفقهاء لمفهوم المخاطرة عن المعاني اللغوية التي تم ذكرها في الفقرة السابقةً، حيث تم استخدام مفهوم المخاطرة على جملة من المعاني، منها:

1. المراهنة، وكل ما يعتمد على الحظ دون أن يكون للإنسان تدبير فيه.
2. التصرف الذي قد يؤدي إلى الضرر، ويقال: خاطر بنفسه، أي: فعل ما يكون الخوف فيه أغلب[1].

---

[1] – أحمد بن فارس، معجم مقاييس اللغة، تحقيق وضبط: عبد السلام هارون، بيروت: لبنان، دار الفكر، 1979م، ج2، ص199.

[2] – جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور، لسان العرب، بيروت: لبنان، مؤسسة التاريخ العربي، 1993م، ج4، ص137.

3– أبو العباس شهاب الدين البوصيري، زوائد ابن ماجه على الكتب الخمسة، بيروت: لبنان، دار الكتب العلمية، 1993م، ص561.

4– محمد مرتضى الحسيني الزبيدي، تاج العروس من جواهر القاموس، تحقيق: إبراهيم الترزي، راجعه: عبد الستار فراج، الكويت: مطبعة حكومة الكويت، 1972م، ج11، ص201.

5 – محمد بن إسماعيل البخاري، صحيح البخاري، بيروت: لبنان، دار الكتب العلمية، 2001م، حديث رقم 969، ص182.

[6]- ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج4، ص137.

3. المجازفة وركوب الأخطار[2].

4. احتمالية الخسارة والضياع[3].

وكما تشير الباحثة نوال بن عمارة بأن المفهوم الفقهي الاصطلاحي للخطر هو حسب تعريف الإمام ابن القيم وقامت بربط تعريفه بهذا المفهوم كما يلي " المخاطرة المخطرتان مخاطرة التجارة وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها وأن يتوكل على الله في ذلك، والخطر الثاني الذي يتضمن أكل المال بالباطل[4].

**ثالثاً: معنى المخاطرة في الاقتصاد**

في المفهوم الاقتصادي العام يمكن تعريف المخاطر كما عرفها معهد المدققين الداخليين الأمريكيين بأنها: مفهوم يستخدم لقياس حالات عدم التأكد في عمليات التشغيل، والتي تؤثر على قدرة المنظمة في تحقيق أهدافها، ويمكن أن يكون الأثر إيجابياً أو سلبياً فإذا كان إيجابياً يطلق عليه فرصة (opportunities) وإن كان سلبياً يطلق عليها تهديد (threat)[5]. كما ينظر إليها على أنها توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه[6].

**رابعاً: معنى المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي**

في المفهوم الإسلامي وبشكل عام يرتبط مفهوم المخاطرة بقاعدة الضمان، فنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي تعني أن المقررات الشرعية بشكل عام وأصول النظام الاقتصادي في الإسلام على وجه خاص تقيم تلازماً منطقياً أساسه العدل بين العمل والجزاء وبين الحقوق والالتزامات وبين المغانم والمغارم، وبين الاستثمار وبين نتائجه، كما أنها تقيم تقابلاً أو تعادلاً في الكم والنوع بين المعطيات السابقة[7].

**خامساً: معنى مخاطر الصكوك الإسلامية**

لم يقف الباحث على تعريف محدد لمفهوم المخاطر في الصكوك الإسلامية ولكن باستقراء تعريف المخاطر في الاقتصاد وفي الاقتصاد الإسلامي خاصة يمكن تعريف هذا المفهوم بأنه: تلك المخاطر التي تنشأ من جراء قيام المؤسسة المالية أو الأفراد من التعامل بالأوراق المالية المصدرة في شكل صكوك إسلامية، وتلك المخاطر متنوعة المصادر بعضها تشترك مع مخاطر تقليدية مثل مخاطر

---

1- محمد عميم الإحسان البركتي، التعريفات الفقهية-معجم يشرح الألفاظ المصطلح عليها بين الفقهاء والأصوليين وغيرهم من علماء الدين رحمهم الله تعالى، بيروت: لبنان، دار الكتب العلمية، 2003م، ص88.

2 – علاء الدين الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، بيروت: لبنان، دار الكتاب العربي، 1982م، ج6، ص71.

3 – محمد بن إدريس الشافعي، الأم، بيروت: لنان، دار المعرفة، 1973م، ج3، ص186.

4- نوال بن عمارة، إدارة المخاطر في مصارف المشاركة، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 21 – 20، أكتوبر، 2009م، ص15.

5- نجلاء بنت البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مرجع سابق، ص15.

6- سيد الهواري، الإدارة المالية، الاستثمار والتمويل طويل الأجل، مصر: دار الجيل للطباعة، 1985م، ص109.

7– عدنان عبد الله عويطة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص32–33 .

السيولة أو مخاطر السوق، وبعضها مخاطر تنفرد بها هذه الصكوك الإسلامية نظراً لخصائها المميزة لها مثل مخاطر الاستثمار والتمويل في المضاربة أو المرابحة وغيرها من وسائل التمويل، أو مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية وغيرها.

### ب. أنــواع المخاطر

1. **مخاطر الائتمان**: وهي مخاطر التمويل ويتم تعريف مخاطر الائتمان على أنها المخاطر التي تنشأ نتيجة الفشل حيث يلتزم الطرف المقابل بالتزاماته أو مخاطر الخسارة تتعلق بإمكانية فشل الطرف المقابل للوفاء بالتزاماته عند الاستحقاق. ومخاطر الائتمان يمكن حدوثها من الأنشطة الوظيفية البنكية المختلفة مثل الائتمان (توفير الأموال)، وسندات الخزانة والاستثمار، وتمويل التجارة، وهذا هو مسجلة في الكتاب المصرفي والكتاب التجاري[1]. وتتعرض الصكوك الإسلامية لمخاطر الائتمان من حيث أنها كنظام بديل للسندات الربوية التي تحصل على دخل ثابت مهما كانت نتيجة النشاط مما يلزم السعي لتسديد الالتزامات في أوقاتها أما الصكوك فإنها تفوت الفرص في فترة التأخير وتحرم حاملها من العائد في حالة التعثر.
2. **مخاطر السوق** : تحدث المخاطر التي تنشأ بسبب الحركات المتغيرة السوق (الحركة المعاكسة) من المحفظة التي يملكها المؤسسة المصرفية، والتي يمكن تضر البنك. ومن متغيرات السوق في هذه الحالة هي تغير أسعار الفائدة[2] والقيم التي تشمل اشتقاق التبادل من النوعين الرئيسين من مخاطر السوق، وهما التغيير في سعر الصرف، ومخاطر السوق، ومن بين أمور أخرى نجد الأنشطة الوظيفية للبنك مثل أنشطة الخزانة والاستثمارات في الأوراق المالية والأسواق المال والمشاركة في المؤسسات المالية الأخرى، وتوفير الأموال (القروض والأشكال المماثلة)، وأنشطة التمويل والإصدار الدين وأنشطة تمويل التجارة. وتتعرض الصكوك الإسلامية لمخاطر السوق في حالة أن المؤسسات المالية التي تصدرها تتأثر بتقلبات أسعار الأصول وأسعار صرف العملات الي تؤثر بالضرورة على أسعار الصكوك في سوق المال.
3. **المخاطر التشغيلية**: وهي المخاطر التي تسببها أمور أخرى لها علاقة بعمليات التشغيل، مثل عدم كفاية العمليات الداخلية، والأخطاء البشرية، وفشل النظام، أو أي مشاكل خارجية تؤثر على عمليات البنك. ومخاطر التشغيل متأصلة في الأنشطة الوظيفية لكل بنك، مثل الأنشطة الائتمانية، والخزينة والاستثمار، والعمليات والخدمات، والتمويل التجارة والتمويل وأدوات الدين، والتكنولوجيا ونظام المعلومات ونظم المعلومات الإدارية وإدارة الموارد البشرية.

---

[1]– رحماني تيموريتا ريزيكو، إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، إندونيسيا، المجلد الثالث، العدد 2، ديسمبر، 2009م، ص151–160 .

[2] – هذا بالنسبة للمصارف والمؤسسات التقليدية.




وتتعرض الصكوك الإسلامية لمخاطر التشغيل مثل عدم كفاءة مصدري هذه الصكوك من حيث قيامهم بالمعاملات الشرعية مما يؤثر سلباً على العاملين معها وسمعة المصدر.

4. **مخاطر السيولة (مخاطر السيولة)**: وتنتج المخاطر من بين أمور أخرى، عن عدم قدرة البنوك على الوفاء بالمطلوبات المستحقة عليها، ويتم تصنيف مخاطر السيولة على النحو التالي:

أ-مخاطر السيولة في السوق، وهي المخاطر الناشئة عن عدم وجود بن قادرة على القيام به، مثل بعض إعدادات الموقف في السوق بسبب عدم ملاءمة ظروف السيولة في السوق أو اضطرابات السوق (انقطاع إمدادات السوق).

ب-مخاطر السيولة المالية، أي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر لدى البنك القدرة على سحب أصولها أو الحصول على التمويل من المصادر المختلفة من الصناديق الأخرى.

وتتعرض الصكوك الإسلامية لمخاطر السيولة من حيث أن مصدري الصكوك يعجزون على الوفاء وعدم قدرتهم على تسييل الصك أو الحصول على السيولة المطلوبة في الوقت المناسب إما لضعف سوقها أو عدم شرعية تداولها بسبب تحول أصولها إلى ديون، ومن القضايا المرتبطة بالسيولة التضخم والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير، وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

5. **المخاطر القانونية**: وهي المخاطر الناجمة عن نقاط الضعف في الجوانب القانونية، وضعف الجوانب القانونية يعود جزئياً إلى الدعاوى القضائية، لغياب التشريعات التي تدعم أو تضعف الارتباط مثل عدم استيفاء المتطلبات القانونية للعقد وملزمة الضمانات بأن يكون غير مثالي. وتتعرض الصكوك الإسلامية للمخاطر القانونية التي تكمن في النظم والتشريعات القانونية المعمول بها في كثير من الدول، مما يجعل الكثير من بنودها لا تتفق مع أحكام الشريعة.

6. **مخاطر السمعة**: المخاطر التي ترجع جزئياً إلى وجود المنشورات السلبية ذات الصلة مع أنشطة الأعمال المصرفية أو التصورات السلبية للمجتمع نحو البنك. وبطبيعة الحال المؤسسة المالية الإسلامية شأنها شأن بقية المؤسسات تتعرض لمثل هذه المخاطر.

7. **المخاطر الاستراتيجية**: المخاطر التي ترجع جزئياً إلى إنشاء وتنفيذ الاستراتيجيات للبنك بشكل خاطئ أو غير مناسب أو اتخاذ قرار تجاري غير لائق أو عندما تكون البنوك أقل استجابة للتغيرات الخارجية. وبطبيعة الحال المؤسسة المالية الإسلامية شأنها شأن بقية المؤسسات تتعرض لمثل هذه المخاطر.

8. **مخاطر الامتثال**: المخاطر التي تسببها البنوك التي لا تمتثل أو لا تنفذ القوانين واللوائح وغيرها من الأحكام المعمول بها. ويتم إرفاق ممارسة مخاطر الالتزام بمخاطر البنك المرتبطة بالتشريعات. وفي سياق تنفيذ إدارة المخاطر يتم تنفيذ المبادئ التوجيهية والتي تقدم فقط للبنوك التقليدية،

على الرغم من أن اللاعب في الداخل من الأعمال المصرفية العالمية والوطنية ليست مجرد بنك تقليدي بل توجد مصارف أخرى[1].

## المبحث الثاني: مفهوم الصكوك الإسلامية

### أ- تعريف الصكوك الإسلامية

الصكوك لغة جمع صك وصكوك وأصك وصكاك، وصكه ضربه، ومنه قوله تعالى: ﴿فصكت وجهها﴾[2]، وفي المصطلح تعرف الصكوك الإسلامية (وتسمى أيضاً الأوراق الإسلامية) بأنها: وثائق رسمية وشهادات ماليّة تساوي قيمة حصة شائعة في ملكيّة ما، سواء أكانت منفعة أو حق أو خليط من الصنفين، وقد تكون مبلغاً من المال، أو الدين، حيث تكون هذه الملكية قائمة فعلياً أو في طور الإنشاء. ويتم إصدار تلك الصكوك بعقد شرعيّ ملزم بأحكامه، ويمكننا اعتبار الصكوك نفسها أسهماً بنظام إسلامي، حيث يتم إنشاء شركة ما، ويساهم المشاركون في إنشائها من خلال طرح حصص معينة، كل بقدر مساهمته، ومن ثم يتم طرح هذه الصكوك للاكتتاب العام ويشتريها الأفراد بحسب سعرها المعلن. ولحامل الصك الحق في المشاركة في الإدارة وفي رأس المال وفي التداول، وله حق الهبة والإرث، وكل ما يتعلق بالمعاملات المالية من أحكام[3]. وعرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية والتي أطلقت عليها اسم (صكوك الاستثمار) تمييزاً لها عن الأسهم والسندات التقليدية، بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات أجله[4].

وتاريخياً نشأت الصكوك الإسلامية أول مرة في ماليزيا عام 1983م حين قام المستثمرون في بنك إسلام ماليزيا وهو أول بنك إسلامي في ماليزيا بالعزوف عن تملك السندات أو سندات الخزينة، لأنها مخالفة للشريعة الإسلامية، ولذا لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على ربا، ثم أصدر المجمع الفقه الإسلامي القرار رقم (5) بتاريخ 4/ 8/ 1988م بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار وفتح الباب أمام الشركات الإسلامية لتبني هذه الصيغ الناشئة، وفي ماليزيا قام مجلس الخدمات الإسلامية في يناير عام 2009م بوصف عام لهياكل الصكوك والتعريف بها، وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية

---

1 – رحماني تيموريتا ريزيكو، إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، إندونيسيا، مرجع سابق، ص151.

2 – سورة الذاريات: الآية 29.

3 – الصكوك وآفاق الاستثمار، مجلة المصارف العربية، بيروت: لبنان، العدد 427، يونيو 2016م، ص96.

4– المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17 صكوك الاستثمار، المنامة: البحرين، 2010م، ص238.

بالنسبة للصكوك، ثم تطورت لبقية الدول الإسلامية مثل الدول العربية وتركيا وإندونيسيا وغيرها[1].

### ب- مميزات وعيوب الصكوك الإسلامية

**أولاً: مميزاتها**

1. توفير سيولة نقدية سريعة.
2. مخاطرها أقل بالنسبة للمستثمر لأنه يستطيع بيعها لأي طرف ثالث إذا ما استشعر خسارته.
3. قدرة الصكوك على تغطية العجز المالي للحكومات أو المشاريع، حيث تعتبر مصدراً تكميلياً لمواصلة الحكومات تمويل مشاريعها التنموية، كما أنها تغنيها عن الاقتراض الخارجي في حال انخفاض مصادر الدخل الأخرى، كما هو حادث في أسعار النفط.
4. الدخل من هذه الصكوك هو أوراق مالية قابلة للتداول عالمياً، فالحصول على الفوائد عملية سهلة بالنسبة للمستثمر ولا تمثل ديناً على المصدر.
5. إنها تساعد في زيادة قدرة الدولة على بناء خطط تنمية اقتصادية وخلق أسواق تداوليّة وزيادة نسب مدخرات الأفراد وتوسيع المشاريع الاستثمارية.
6. إصدار الصكوك السيادية يزيد في الدول الأكثر عرضة حالياً لانخفاض أسعار النفط، حيث إن الصكوك تشكل فرصة لتنويع قاعدة المستثمرين، وأن السوق غداً أكثر معرفة بهياكل الصكوك في ظل التوجه نحو توحيد معايير إصدار الصكوك.
7. للصكوك الإسلامية ميزة خاصة للبنوك والتي تسعى لتحقيق توافق بين مواردها وتوظيفات أموالها. فهذه الصكوك تساعد المصارف في توسيع عمق السوق المالي وزيادة اللجوء إليه، وبالتالي لا تعاني مشاكل أو مخاطر من عدم توفر سيولة مالية. كما تمثل الصكوك الإسلامية بديلاً مناسباً توظف فيه المصارف الإسلامية فوائضها المالية، وهي تعتبر أيضاً بديلاً للسندات التي يمكن العمل بها في المصارف الإسلاميّة، وبالتالي زيادة العمل بها في النظام العالميّ للبنوك.

**ثانياً: عيوبها:**

1. الصكوك هي عقود ملكية للأصول في الغالب الأعم، وعقود تأجير في بعضها، وأنها ليست عقود ربح فقط.
2. إذا لم يكن لديك خطة واضحة لكيفية استعادة أصول ملكيتك أو ملكية مشروعك من الصكوك، فلن تستطيع إعادة تملك الأصول أو المشاريع محل المسألة.
3. ليس هناك قيود على بيع الصكوك من شخص لآخر، وبهذا فإنه ليس لك الكلمة العليا على مشروعك إن كنت تريد استرداده، أو حتى إن كنت لا زلت شريكاً فيه[1].

---

[1]– أحمد جابر بدران، كتاب الشروط وعلوم الصكوك للإمام أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي: مع دراسة عن الصكوك الإسلامية: بين النظرية والتطبيق، القاهرة: دار النشر للجامعات، 2017م، ص31–15.

### ج- أنواع الصكوك الإسلامية

الصكوك الإسلامية لها أنواع عديدة، ويمكن توليف مختلف الصيغ لابتكار صيغ جديدة بما لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، وقد ذكرت هيئة المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية منها أربعة عشر نوعاً ومن أنواع الصكوك ما يلي:

1. صكوك المنافع:

هذه الصكوك تحمل قيماً متساويةً يصدرها المالك لعين موجودة، أو معيد الاستئجار من الباطن برضا المالك، خلال فترة الإيجار، أو وكيلهما، وذلك بغرض تمليك المنفعة –دون العين–لحاملي الصكوك من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة معينة هي فترة صلاحية الصك، فيحق لهم ريع الأصل، ويمكن أن يقوم مستأجر الأصل بموجب عقد الإيجار الأول بإصدار الصكوك خلال فترة الإيجار المحددة لإعادة التأجير من الباطن لحاملي الصكوك، طالما أن المالك لا يمانع من ذلك، أو في ملكية المنفعة للأصل المؤجر.

2. صكوك منافع الأعيان الموعودة:

هذه الصكوك تحمل قيماً متساويةً يصدرها المالك أو المستأجر أو وكيلهما عن عين موصوفة في الذمة موعودة بإيجارها وذلك بغرض تمليك المنفعة لحاملي الصكوك من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة صلاحية الصك، ويتم إصدار الصكوك للأصول غير المستأجرة – في لحظة إصدار الصكوك– باعتبار الوعد بإيجارها في وقت مستقبلي يشار إليه في العقد. ويكون ذلك بناء على مبدأ المؤمنون عند شروطهم ما لم يحلل حراماً أو يحرم حلالاً، وقياساً على السلم مع تقديم الثمن في التعاقد على موصوف في الذمة وعلى ظرف مستقبل من الزمان.

3. صكوك الخدمات من المتعهد:

هذه الصكوك تحمل قيماً متساويةً يصدرها متعهد بتوفير أو بيع خدمات موصوفة في الذمة، ويتم بيع تلك الخدمات في شكل صكوك ليصبح حاملوها هم ملاك تلك الخدمات، ويحصلون على عوائد بيعها في الأسواق، والمثال على ذلك هو توفير برامج تعليمية أو صحية في الجامعات أو المستشفيات، ويسهم حملة الصكوك في تمويل البرامج التعليمية أو الصحية ومتطلباتها حتى تكون جاهزة لطالبيها من طلاب العلم أو المرضى، وتكون حصيلة بيع تلك البرامج للمستفيدين منها هو الريع العائد لحملة الصكوك.

4. صكوك السلم:

وهذه الصكوك تصدرها الحوكة أو إحدى مؤسساتها أو إحدى شركات القطاع الخاص، التي تقوم بإنتاج سلع معينة أن تحصل على تمويل لرأسمال العامل لتمكينها من عملية الإنتاج أو لتطوير أو

[1] – الصكوك وآفاق الاستثمار، مجلة المصارف العربية، العدد 427، يونيو 2016م، ص98.

زيادة نشاطها أو إضافة خطوط إنتاج، وهي بالتالي بديل عن القرض الربوي أو إصدار السندات بفوائد ويجب على مشتري البضاعة أي بضاعة السلم تسليم الثمن وهو حصيلة إصدار الصكوك في الحال.

5. **صكوك الاستصناع:**

هذه الصكوك تحمل قيماً متساويةً يصدرها الصانع أو المتعهد أو وكيل أي منهما كمنتج موصوف في الذمة ويحصل على قيمة الصكوك ثم يباشر بتصنيع المنتج بحسب المواصفات، ويقوم بتسليمها خلال المدة المتفق عليها، ويمكن للمتعهد أن يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالأقساط. ويصبح حاملو الصكوك هم ملاك المنتج المستصنع، وينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد الطاقة الكهربائية والماء وغيرها وفقاً لمواصفاتٍ محددةٍ في العقد وتاريخ للاستلام وقيمة محددة يتم الاتفاق حولها.

6. **صكوك المرابحة:**

هذه الصكوك تحمل قيماً متساويةً يصدرها التاجر أو وكيله بغرض شراء سلعة ما ثم بيعها بمرابحة معلومة مثل معدات مطلوبة ضمن عقد استصناع مثلاً فيتم شراء المعدات مرابحة، ويكون حاملو الصكوك هم ملاك المعدات وثمن بيعها بالمرابحة.

7. **صكوك المشاركة:**

هذه الصكوك تحمل قيماً متساويةً يصدرها المتعهد أو وكيله بغرض تمويل مشروع أو مشاريع يكون حاملو الصكوك هم أصحاب تلك المشاريع، وهي مشابهة لشركات المساهمة، وقد يختلف عنها إذا تم تفويض مصدر الصكوك باختيار المشاريع التي يتم تحويلها وإنشائها.

8. **صكوك الإجارة:**

وهي تتعلق بالأعيان والأصول المؤجرة، وتحمل قيماً متساويةً، ويصدرها مالك العين المؤجرة أو وكيله، ومقصود المعاملة هو بيع العين المؤجرة عن طريق الصكوك ليصبح حاملوها هم ملاك الأصل وكذلك المستفيدون من ريع تأجيره، بقدر أنصبة الصكوك التي يحملها كل واحد في الأصل المؤجر، وعلى سبيل المثال يمكن أن تكون هنالك بناية مؤجرة، ويكون دخلها الشهري أو السنوي هو عائد حملة الصكوك الذين يعتبرون شركاء في ملكية البناية، وبالإضافة إلى عائد الإيجار فإن حامل الصك يمكنه بيع الصك.

9. **صكوك المضاربة:**

هذه الصكوك تحمل قيماً متساويةً يصدرها المتعهد بتقديم التنظيم وإدارة المشروع المقترح بغرض تمويل ذلك المشروع أو مجموعة من المشروعات المفصلة أو المفوض له فيها بالعمل، وبموجبه يكون حاملو الصكوك هم أصحاب رأس مال المشروع ويبقى المشروع مشاركة بينهم وبين المنظم، بنسبة متفق عليها من الربح ويتحملون الخسائر المتوقعة في رأس المال.

10. **صكوك المزارعة:**

هذه صكوك تحمل قيماً متساويةً يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة، ويتشارك حملة الصكوك في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المنصوص عليه في العقد.

11. **صكوك المساقاة:**

هذه صكوك تحمل قيماً متساويةً يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل السقاية والرعاية ويتشارك حملة الصكوك في المحاصيل أو الثمار المنتجة بموجب عقد المساقات.

12. **صكوك المغارسة:**

وهي يصدرها مالك الأرض الصالحة لزرع الأشجار المثمرة، لكي يتم تمويلها ورعايتها وتهذيب هذه الأشجار ومعالجتها من الآفات عن طريق إصدار صكوك المغارسة، ويكون هناك عقد مغارسة بين ممثل حملة الصكوك وبين مالك الأرض حسب الاتفاق[1].

### د- ضوابط الصكوك الإسلامية

1. يحكم الصك عقود الاستثمار الإسلامية مثل: المشاركة، والمضاربة، السلم، الاستصناع، الإجارة.... ونحو ذلك من العقود غير المسماة (الحديثة) متى كانت تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
2. يضبط الصكوك أحكام المشاركة ومنها خلط الأموال والمشاركة في الربح والخسارة أي تطبيق مبدأ: الغنم بالغرم.
3. يتولى إدارة الصكوك الجهة المصدرة لها وذلك مقابل نسبة شائعة من العائد وفقاً لفقه المشاركة، وأحياناً قد يتفق المشاركون في الصكوك مع الجهة المصدرة (التي تقوم بالإدارة) على أن تقوم الأخيرة بالإدارة نظير عقد وكالة بأجر معلوم بصرف النظر عن تحقيق الأرباح ويكون ذلك مستقلاً عن عقد المشاركة، ولقد أجاز الفقهاء ذلك.
4. يجب النص صراحة في نشرة الاكتتاب على طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك وبين الجهة المصدرة للصكوك، ولا يجوز إرجاء ذلك لما بعد انتهاء المشروع أو العملية الممولة من الصكوك.
5. يجوز أن يتدخل طرف ثالث لضمان رأس مال الصكوك أو ضمان حد أدنى للعائد ويقوم بذلك على سبيل التبرع والهبة، مثل الحكومة ولقد أجاز الفقهاء ذلك.
6. إذا حدثت خسارة بدون تقصير أو إهمال أو تعدٍ من الجهة المصدرة للصكوك والتي تتولى الإدارة، فتقع على المشاركين وليس على الجهة والتي تكون قد خسرت جهدها. أما إذا ثبت

[1] – زياد بن ناصر المدرع، تقييم الحصص العينية في شركات المساهمة على ضوء أحكام نظام الشركات السعودي، المملكة العربية السعودية: دار الكتاب الجامعي للنشر والتوزيع، 2017م، ص66-77.

تقصير وإهمال من الجهة التي تقوم بإدارة المشروع ففي هذه الحالة تتحمل هي الخسارة وفقاً لعقد المشاركة.

7. يتم قياس العوائد (الأرباح) في الفترة (الدورية) قبل نهاية أجل الصكوك وفقاً لمبدأ المحاسبة الفعلية أو المحاسبة الحكمية (التقديرية) في ضوء المعايير الشرعية التي تضبط ذلك.
8. لا تثبت ملكية الأرباح الموزعة الدورية في الفترة تحت الحساب إلا بعد سلامة رأس المال وفقاً لمبدأ: الربح يعتبر وقاية لرأس المال.
9. صيانة أمن وأمان وسيادة الدولة التي تنشأ فيها المشروعات التي تمول بالصكوك وحقوق الأجيال القادمة وفقاً للقاعدة الشرعية (لا ضرر ولا ضرار).
10. يتم تداول الصكوك في سوق الأوراق المالية أو بأي وسيلة بديلة مناسبة وفق الضوابط الشرعية، ويتم تقويم الصك عند التداول عن طريق المساومة والتراضي بين البائع والمشتري، وذلك كله في ضوء اللوائح والشروط التي تنظم ذلك.
11. يجوز للجهة المصدرة للصكوك أن تتعهد بإعادة شراء الصكوك من حامليها حسب القيمة السوقية لها أو بالسعر الذي تعرضه، ويتم ذلك بالتراضي بين الطرفين، ويتم استهلاك الصكوك إما مرة واحدة في نهاية أجل المشروع أو العملية أو على فترات دورية، وهذا ما يطلق عليه إطفاء الصكوك، ويجب الإشارة إلى ذلك في نشرة الاكتتاب[1].

## المبحث الثالث: أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية

يمكن تصنيف المخاطر المحيطة بالصكوك الإسلامية إلى نوعين هما المخاطر المنتظمة العامة وهي المخاطر التي تتعلق بالأسواق المالية ومرتبطة بأوضاع عامة مثل الأوضاع السياسية وحالات الاستقرار من عدمه والسياسة النقدية والمالية في الدولة والسياسة الاقتصادية التي ترتبط بمؤشرات الدخل القومي وميزان المدفوعات وتنمية التجارة وغير ذلك. أما النوع الثاني فهو المخاطر الغير منتظمة أو الخاصة التي تحيط بالصكوك لأسباب خاصة ويمكن تميز منها ما يلي :

1. **مخاطر مصدري الصكوك:**

فمن المعلوم أن مصدر الصك قد يكون فرداً أو شركة أو حكومة، وهم أصحاب فكرة المشروع، فهم الذين يتلقون حصيلة الاكتتاب، ثم يوجهونها نحو الاستثمار في اي مشروع يرونه مناسباً، ومن ثم فهم أصحاب قرار الاستثمار ولا يشاركهم حملة الصكوك فيه باعتبارهم أصحاب المال، وشروط

[1] - الصكوك وآفاق الاستثمار، مجلة المصارف العربية، العدد 427، يونيو 2016م، ص98-99.

نشرة الإصدار، ولتجنب مثل هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا اختيار مصدري الصكوك سواء من الناحية الأدبية أو الدينية أو الخبرة.

2. **مخاطر تصكيك الأصول العينية:**

وهي المخاطر التي تكمن في حال عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك، المحددة في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين في تلك الصكوك والمخاطر المتمثلة في انعدام التقدير العادل لقيم الأصول التي يتم تصكيكها، ولتجنب مثل هذه المخاطر، يجب إجراء دراسات وافية على الأصول القابلة للتصكيك، وتقدير قيمتها من قبل شركات التصنيف الائتمانية من خلال التصنيف الائتماني لما عند بدء عملية التصكيك وتقدير تدفقاتها النقدية بدقة، وإجراء تحليل محاسبي عليها، لغرض اكتشاف مكامن الخطر، ووضع التدابير اللازمة لتجنبها.

3. **المخاطر التشغيلية:**

من المعلوم أن الصكوك قائمة على أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الاصول، ومن ثم فإن المخاطر التشغيلية الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك، مثل الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر وتأخر تأجير الأصول القابلة للتأجير وتعتبر بيع الأصول المعروضة للبيع ... لذلك يجب مراعاتها.

4. **مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:**

يعد الالتزام بالضوابط الشرعية من أهم سمات المؤسسات المالية الاسلامية، لأن مخالفتها لأحكام الشريعة في أي فترة من عمر الصك يؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة، ودرجة خطورتها، ولتجنبها، يجب تعيين هيئة رقابة شرعية للإشراف عليها.

5. **مخاطر صيغ التمويل الاسلامي:**

هناك بعض المخاطر الخاصة بطبيعة الصيغ التمويلية الاسلامية، ويمكن إيجازها فيما يلي:

- مخاطر تتعلق بصكوك المضاربة: مثل سوء الأمانة، وكفاءة الشريك المضارب، وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وصعوبة التدقيق أو التصفية، ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار المضارب، والمدقق الداخلي.
- مخاطر تتعلق بصكوك المشاركة: مثل سوء إدارة المشروع، وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وصعوبة التدقيق والمتابعة، ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار الشريك.
- مخاطر تتعلق بصكوك الإجارة: مثل ارتفاع نسبة التضخم النقدي مقرونة بطول فترة السداد، وتأخير أو عدم السداد (نتيجة زيادة الإيجار) ومشاكل صيانة العين المؤجرة، ومخاطر سوق العين المؤجرة ومنتجاتها، لذا وجب مراعاة ذلك.

- مخاطر تتعلق بصكوك الاستصناع: مثل مخاطر التخزين والنقل (يطلق عليها المخاطر الزمنية) أو مخاطر عدم سداد الأقساط (نتيجة زيادة السعر) واختلاف المواصفات بسبب احتمال عدم توافر بعض مواد المستصنع، لذا وجب مراعاة ذلك.
- مخاطر تتعلق بصكوك البيوع: مثل عدم التمكن من زيادة السعر نتيجة التأخير في دفع الأقساط، لأنه صورة من صور الربا المحرم أو هلاك السلعة فبل التسليم، لأن المتابعة هنا تقع على عاتق البنك، لذا وجب مراعاة ذلك.

6. **مخاطر المشاريع الاستثمارية:**

هناك بعض المخاطر تتعلق بالمشاريع الاستثمارية، وأهمها:

- الشكل القانوني للمنشأة: مثل المنشأة الفردية تعد أكثر خطورة من أنواع المنشآت الاخرى، ولتجنبها، يتم توزيع الاستثمارات على عدة أشكال قانونية للمنشآت.
- ضعف مدير المؤسسة، التي تتمثل بتدني مستوى تحمسه، وإيمانه برسالة مؤسسته، وقدرته على اتخاذ قرار سليم، ولتجنب مثل هذه المخاطر، يكمن الحل في حسن اختيار المدير.
- عدم تكامل خبرات هيئة الإدارة: إن افتقار هيئة الإدارة إلى الخبرات، قد يحرمها من العلم بالظروف المحيطة باتخاذ القرار المناسب، ولتجنب مثل هذه المخاطر، يكمن الحل في حسن اختيار الهيئة الإدارية من الخبرات المتخصصة.
- مخاطر مراحل نمو المؤسسة: تتعدد مخاطر مراحل حياة المؤسسة وأهمها مخاطر المرحلة الأولى، ولتجنبها، يجب اتخاذ قرار سليم في نفقات التأسيس مثلاً، حتى لا تتحمل نفقات لا مبرر لها.
- مخاطر تسويقية: هناك مخاطر تسويقية تتعلق بطبيعة بعض الصناعات بسبب اعتمادها على التكنولوجيا مثلاً، ففي حالة تباطؤ التسويق يجعل السلع تتقادم بمعدل يفوق عمرها الافتراضي، ولتجنبها، ينبغي اتباع سياسة تنويع المشاريع الاستثماري[1].

[1] – العجيلي ساسي زميم، استراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وادارة مخاطر الصكوك الإسلامية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 4 العدد 1، يونيو 2016م، ص109-110.

## المبحث الرابع: إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية

### أ- تعريف إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية

ينظر لإدارة المخاطر على أنها منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة، وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى[1]. وتاريخياً بدأ الاتجاه العام لاستخدام مصطلح إدارة المخاطر في أوائل الخمسينات من القرن العشرين ومر المصطلح بمراحل ارتبط فيها بمفهوم التأمين ولعل أبرز المحطات أنه في عام 1932م تم تأسيس معهد في مدينة نيويورك عرف بمعهد أبحاث المخاطر، وقد حدث الانتقال من إدارة التأمين إلى إدارة المخاطر عبر فترة من الوقت عبر تغيير كبير في مناهج الدراسة، ومن هنا ظهر علم أو فرع من فروع الإدارة له علاقة وطيدة بالاقتصاد، وقام على فكرة أساسية وهي أن الإدارة يمكنها بعد التعرف على المخاطر التي تعترضها أن تقوم بتقييمها وتتفاداها بأقل خسائر، وأن تعمل على التقليل من تأثيرها إلى أدنى حد، وفي عام 1975م انتشرت إدارة المخاطر وتأسست مجلة تديرها وتنشرها جمعية إدارة المخاطر والتأمين بأمريكيا اسمها إدارة المخاطر، ويقوم المعهد كذلك بمنح دبلوم يسمى إدارة المخاطر[2].

وما يهمنا بالدرجة الأولى في هذه الورقة إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية التي هي عملية مستمرة من اتخاذ وتنفيذ القرارات التي من شأنها أن تقلل إلى حد مقبول من تأثير أو حالة عدم التأكد المتعلقة بالتعرض للمخاطر التي لها تأثير على المنشأة، بمعنى آخر هي الميل الطبيعي للمنظمة باتجاه الموازنة بين الفرص والتهديدات[3]. وعرفها سليمان ناصر بأنها: تلك العمليات والإجراءات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد والمخاطرة المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية عند الاستثمار في الصكوك الإسلامية، وذلك بقصد تعظيم القيمة السوقية للصك[4].

### ب- دواعي وجود إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية

بداية تعتبر إدارة المخاطر ذلك الفرع من علوم الإدارة الذي يهتم بـ:

1. المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين، والدائنين والمستثمرين.

---

[1]– طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد – إدارات – شركات – بنوك) الإسكندرية: الدار الجامعية، 2003م، ص51.

[2] – عبد الكريم قندور، التحوط وإدارة الخطر: مدخل مالي، لندن: دار الكتب، 2018م، ص111–112.

[3] -Laurent Condamin, Jean-Paul Louisot, Patrick Naim, 2006 Risk Quantification Management Diagnosis and Hedging,op cit, p7.

[4] – أحمد جابر بدران، كتاب الشروط وعلوم الصكوك للإمام أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي، مرجع سابق، ص69.

2. إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط أصولها كالقروض والسندات والتسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار.
3. تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها.
4. العمل على الحد من الخسائر وتعليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أومن خلال تحويلها إلى جهات خارجية إذا ما انتهت إلى ذلك إدارة المؤسسة، ومدير إدارة المخاطر.
5. تحديد التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها فيما يتعلق بمخاطر معينة للرقابة على الأحداث والسيطرة على الخسائر.
6. إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها، وذلك بغرض منع إلى دفع حدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطر.
7. حماية صورة المؤسسة بتوفير الثقة المناسبة لدى المودعين، والدائنين، والمستثمرين، بحماية قدراتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أي خسائر عارضة والتي قد تؤدي إلى تقلص الأرباح أو عدم تحقيقها[1].

**ج- خطوات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية**

يمكن القول بأن مبادئ الإدارة التي رسم أسسها بوضوح علماء الإدارة، ولازالت إلى يومنا الحالي بنفس المسميات وهي الوظائف أو المبادئ الخمس هي روح هيكل الخطوات في إدارة الخطر للصكوك الإسلامية، وقد اعتبر كثير من المفكرين والمنظرين أن وظائف الإدارة هي : التخطيط، والتنظيم، التوجيه (إصدار الأوامر)، التنسيق، والرقابة كما حددها هنري فايول، وقد لقيت هذه الآراء قبولاً في الفكر الإداري، وهي ما زالت منسجمة مع الأفكار المعاصرة في هذا الإطار[2] وبالتالي لتنفيذ عملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالشكل الصحيح والفعال، لابد من تحديد الخطوات العلمية والعملية اللازمة لها، لذلك يطلق على هذه الخطوات (الإطار العام لإدارة المخاطر) وهي:

1. **تحديد المخاطر:**

من أجل القيام بعملية إدارة المخاطر لابد من تحديدها أولاً لنوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك الإسلامية سواء أكانت مخاطر عامة أم مخاطر خاصة، وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر سواء أكانت مخاطر ائتمان أو مخاطر سوق أو مخاطر تشغيل أو مخاطر شرعية، والوقوف على أسباب تلك المخاطر، كما يجب أن تتصف بالاستمرارية، وأن يتم فهم كافة المخاطر على مستوى كل عملية وعلى مستوى كل نشاط. ويرى الباحث أن هذه المرحلة ما هي

---

[1]– لعزوز بن علي، جامعة الشلف، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، الجزائر، العدد 7، 2010م، ص335.

[2] – عبد المعطي محمد عساف، مبادئ الإدارة، المفاهيم والاتجاهات الحديثة، عمان: الآردن، مكتبة المحتسب، 1994م، ص142.

إلا تطبيق لمبدأ التخطيط في الإدارة ونظراً لأهمية التخطيط كان هناك اهتمام بالغ به من قبل الكتاب والباحثين والممارسين، ولذلك ظهرت عدة تعاريف للتخطيط، فلقد عرف هنري فايول التخطيط بأنه: وظيفة تشتمل على التنبؤ بالمستقبل بما سيكون عليه مع الاستعداد لهذا المستقبل[1]. ويعرفه اليوت: بأنه محاولة لتطبيق المنطق والعقل وبعد النظر لتنظيم مصالح البشر وتحقيق الأهداف الإنسانية[2]. ويرى الباحث هنا إنه يمكن تحديد المخاطر للصكوك بتطبيق وظيفة التخطيط وهو تخطيط شامل للمخاطر الحالية والمستقبلية قبل التحرك بشأنها أو لمعالجتها.

2. **تقييم المخاطر:**

يستخدم تقييم المخاطر كأداة تخطيط ويجب أن يعطي صورة شاملة عن المخاطر[3]. فبعد تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية ينبغي القيام بقياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها وفقا لجسامتها، من حيث كونها مخاطر مرتفعة High Risk، أو متوسطة Moderate Risk، أو ضعيفة Low Risk، لاتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها. في هذه الخطوة يجد الباحث مقاربة لها في وظيفة إدارية مهمة وهي التنظيم التي هي ثاني الوظائف الإدارية والتنظيم هو ترتيب عمل كل الوسائل المتاحة من أجل تحقيق الأهداف والغايات، وهو يتضمن وضع نظام وترتيب معين للعلاقات بين أعضاء المنظمة ككل من أجل تحقيق الأهداف المشتركة، ويعرف التنظيم كعملية إدارية بأنه: تجميع المهام أو الأنشطة المراد القيام بها في وظائف أو أقسام أو مديريات وتحديد السلطات والصلاحيات والتنسيق بين أنشطة هذه الوحدات من أجل تحقيق الأهداف وتخفيض النزاعات والصراعات بينها[4].

3. **ضبط المخاطر:**

وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر، فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية. وهنا يجد

1 – سليمان أبو جاموس، مبادئ الإدارة ، نابلس: فلسطين، جامعة النجاح الوطنية، 1992م، ص172.

2 – فيصل مراد، الإدارة، عمان: الأردن، دار مجدلاوي للنشر و التوزيع ، 1983م، ص85.

3– إبراهيم الكراسنة، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي، أبو ظبي: الإمارات العربية المتحدة، معهد السياسات الاقتصادية، مارس 2006م، ص57.

4– فيصل مراد، الإدارة، مرجع سابق، ص86.

الباحث أن هذه الخطوة ما هي إلا تطبيق للوظيفة الثالثة من وظائف الإدارة كما يقول بذلك كثير من مفكري علم الإدارة وهي التنسيق، والتنسيق هو: المواءمة بين جميع نشاطات المنظمة من أجل تبسيط عملها وسهولة نجاحها، والتنسيق يعني ربط النشاطات المختلفة مثل الإنتاج والمالية والأفراد والمبيعات مع بعضها البعض[1].

4. **تنفيذ القرار:**

وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ. وهنا يجد الباحث أن هذه الوظيفة هي بالفعل تمثل وظيفة التوجيه أو إصدار التعليمات الإدارية، وذلك بعد دراسة كاملة للخطر من قبل إدارة مواجهة المخاطر، وبالتحديد تلك المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية، والتوجيه كمبدأ إداري كما عرفه عساف: هو العمل المستمر لرجل الإدارة أثناء التنفيذ، حيث يواجه المشكلات، ويقوم المعوج من الأمور، ويحقق التعاون بين العاملين، ويدعم روح الفريق الواحد بينهم، ويجعل الجميع راضين عن عملهم والظروف المحيطة بهم، ويحقق الكفاية المستمرة في مستوى الأداء[2].

5. **مراقبة المخاطر:**

بما أن عملية إدارة المخاطر هي عملية مستمرة فلابد من القيام بمراقبة ومراجعة نتائجها، ونظراً لسرعة تغير البيئة المحيطة بالأعمال بظهور أشكال وأحجام من المخاطر منها غير متوقع لذا يستوجب الأمر العمل على اكتشاف أخطاء الإدارة إن وجدت في إدارتها السابقة أو الحالية لمخاطر الصكوك الإسلامية، ويصبح بعدها لدى المديرين القدرة على تصحيح هذه الأخطاء قبل أن تؤدي كوارث لا تستطيع المنظمة إدارتها أو الحد منها[3]. ويصل الباحث مع هذه الخطوة للمبدأ الأخير من مبادئ الإدارة وهو الرقابة وهي تعني التحديد الواضح والدقيق لما يتم تنفيذه من طرق تقييم الأداء، ومن اتخاذ الإجراءات التصحيحية إذا لزم الأمر حتى يتفق الأداء الفعلي مع الخطط، والأهداف الموضوعة[4].

---

1– مسلم علاوي شبلي التوجهات والمفاهيم الحديثة في الإدارة، البصرة، البصرة: العراق، كلية البصرة للعلوم، 2016م، ص183.

2- محمود عساف، أصول الإدارة، القاهرة: مصر، مكتبة عين شمس، 1988م، ص45.

3– أحمد جابر بدران، كتاب الشروط وعلوم الصكوك للإمام أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي: مع دراسة عن الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص69–71.

4- علي محمد منصور، مبادئ الإدارة أسس ومفاهيم، القاهرة: مجموعة النيل العربية، 2006م، ص239.

## المبحث الخامس: آليات مواجهة المخاطر للصكوك الإسلامية

تقوم إدارة المخاطر في المؤسسة المالية الإسلامية باتخاذ جملة من الخطوات المتسلسلة لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها الصكوك المصدرة منها، وشاع لدى الباحثين حصر هذه الأليات في النقاط التالية:

1. **دراسة الجدوى:**

لقد شاع استخدام مصطلح دراسات الجدوى الاقتصادية الاستثمارية بمستويات مختلفة تتفاوت بين مفهوم واسع وآخر ضيق، وتعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها أموال حصيلة الصكوك الإطار المبدئي للوقاية من المخاطر المتوقعة، وباعتبار حفظ المال كمقصد شرعي عام يلزم قبل الدخول في إصدار للصكوك توفير وأعداد دراسة جدوى حسب الأصول الفنية لها، وهذا أمر سوف يساعد في نجاح المشروع فيما بعد.

2. **كفاءة إدارة مخاطر الصكوك**

تعد كفاءة إدارة مخاطر الصكوك سر تحقيق ربحيتها ونموها، وبقدر كفاءة الإدارة بقدر نجاح تلك الصكوك في تحقيق الربحية والسيولة والأمان، ومن عوامل تخفيض المخاطر إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة من خلال جمعية عامة تمثلهم مع اعتبارات خاصة لا يجوز ذلك مثل عمليات المضاربة[1].

3. **توفير الضمانات الكافية:**

تتعدد أنواع الضمانات في الفكر الاقتصادي الإسلامي والتي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن أهمها ما يلي:

1) **الكفالة** :من خلال التزام طرف بتحمل عبء طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص المليء ذو الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية والشرعية ومخاطر الأصول وعوائدها.

2) **الرهن** :يعد الرهن آلية من آليات الحماية ضد المخاطر الائتمانية، فاللدائن أن يشترط على المدين تفويضه بيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء. ويُشترَط في المرهون أن يكون مالاً متقوماً يجوز تملكه وبيعه وأن يكون معيناً بالإشارة أو التسمية أو الوصف وأن يكون مقدور التسليم، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه مع مراعاة أن الضمان سواء أكان كفالة أم رهناً لا يمكن الرجوع عليه في عقود الأمانة كما في استثمارات

[1]- أشرف محمد دوابة، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، مصر: جامعة المنصورة، 2010م، ص40.

صكوك الوكالة أو المضاربة أو المشاركة، إلا إذا كان هناك تعدٍ أو تقصير أو مخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك.

3) **ضمان الطرف الثالث** : من المتفق عليه شرعاً أنه لا يجوز للجهة الــمُصدِرَة لصكوك المضاربة أو المشاركة أو الوكالة أن تضمن القيمة الاسمية لحامليها لأن هذا من قبيل ضمان رأس المال لأن اليد يد أمانة، فإنه لا مانع شرعاً من أن يضمن طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك القيمة الاسمية لصكوك المضاربة، وهذا الضمان - وتسميته ضماناً مجاز لأنه ليس كفالة عن ديون- هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه، أي حتى لو كان ناشئاً عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض لأن هذا الإلزام له الأولوية فهو حكم شرعي.

4. **التأمين التكافلي(الإسلامي)** :يعد هذا التأمين آلية من الآليات الإسلامي للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطرها.

يمكن تعريف التأمين الإسلامي بأنه: اتفاق بين شركة التأمين الإسلامي باعتبارها ممثلة لهيئة المشتركين (حساب التأمين أو صندوق التأمين)، وبين الراغبين في التأمين (شخص طبيعي أو قانوني) على قبوله عضواً في هيئة المشتركين والتزامه بدفع مبلغ معلوم (القسط) على سبيل التعاون والتبرع به وبعوائده لصالح حساب التأمين، على أن يدفع له عند وقوع الخطر ما يقر له طبقاً لوثيقة التأمين والأسس الفنية والنظام الأساسي للشركة، فالتأمين الإسلامي يشكل الهيكلية الفنية والإدارية على أساس الوكالة بدون أجر أو بأجر.

5. **الاحتياطات** :تعتبر آلية تكوين الاحتياطيات من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية، وتكوينها رهن بتحقيق أرباح، فيمكن تكوين احتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار، وذلك باقتطاع جزءٍ من أرباح حملة الصكوك بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك[1].

6. **التحوط** :تقوم هذه الآلية على حماية استثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية، ويمكن اعتمادها ضد المخاطر شريطة ألا يؤخر البدلين الثمن والمثمن حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم شرعاً. يمكن التحوط من خلال عقد السلم بشروطه الشرعية التي تشترط أن يكون المبيع معيناً في مقداره وأوصافه على أن يدفع

[1]- معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2008م، معيار رقم : 11، ص392 (بتصرف).

الثمن بحد أقصى ثلاثة أيام وفقاً لرأي المالكية، كما يمكن التحوط من خلال البيع الآجل الذي يؤخر فيه الثمن ويعجل المثمون، يمكن استخدام الخيار الشرعي في التحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمرابحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالت تلك المدة أم قصرت، والتحوط كذلك من سعر الفائدة من خلال اتخاذ معيار عائد الفرصة البديلة، أو معدل العائد على الاستثمار للسلع المشابهة مؤشراً في تحديد عائد المرابحة[1].

كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك "إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين القرضين، وشراء بضائع أو إبرام عمليات مرابحة بنفس العملة، ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمرابحة على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء"[2].

7. **الحوكمة**: وفي هذا الإطار تعتبر الحوكمة عاملاً من عوامل تحقيق هذه الكفاءة وأمراً ضرورياً لإيجاد نظام رقابي محكم يمكن أن يساهم في تحسين اداء المشروع الاستثماري موضوع الصكوك الإسلامية، من خلال عملية تحسين إدارة المخاطر بتحديده للجهات وتوزيعه المسؤوليات والصلاحيات بين مختلف الأطراف المشاركة في عملية التصكيك للحد من المخاطر التي تواجه هذه العملية، باعتبار أن حوكمة الشركات هي عمليات تتم بواسطة ممثلي أصحاب المصالح لتوفير إشراف على المخاطر وإدارتها ومراقبة مخاطر المنشأة والتأكيد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر مما يؤدي إلى المساهمة المباشرة في إنجاز الأهداف وزيادة قيمة المنشأة[3].

وأخيراً يرى الباحث فيما يخص أليات مواجهة المخاطر للصكوك الإسلامية أنه فيما يخص دراسة الجدوى يجب أن تتم دراسة جدوى بشكل مسبق للدخول في أي إصدار للصكوك الإسلامية بدراسة المشروع المقترح وتقييمه من كل الجوانب الفنية والمالية والاقتصادية، وفيما يخص كفاءة إدارة مخاطر الصكوك يجب أن تعتني الوحدة أو المؤسسة المالية بإنشاء إدارة تختص بالمخاطر بشكل عام وتهتم بالأخص بمخاطر الصكوك والموجودات المالية بها، وأن يتم تدريب الموظفين ودعم كفاءتهم في التعامل مع المستثمرين، كما أن اختيار الضمانات الكافية يجب أن يتم بالتساوي مع حجم الخطر ونوعه، والاهتمام بالتأمين التكافلي التعاوني (الإسلامي)، وكذلك أن تتبنى الإدارة استراتيجية تهتم

---

[1]- مليكة بن علقمة، مخاطر التمويل بالصكوك الإسلامية وطرق إدارتها، مجلة المصارف العربية، العدد 450، 2019م. ونجلاء بنت البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها، مرجع سابق، ص139-142.

[2]- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معيار رقم : 1، مرجع سابق، ص4-5.

[3]- العجيلي ساسي زميم، استراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وادارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص29.

بالاحتياط من الأخطار المتوقعة أو الاعتيادية أو غير الاعتيادية، وتوفير الاحتياطات اللازمة لذلك، وهذا يقودنا للتحوط واتباع الأسس الشرعية والقانونية التي تكفل تحقيق هذه الألية، مع تبني الإدارة مفهوم الحوكمة كإطار موسع ومنظم في التعامل مع أصحاب المصلحة من حملة الصكوك الإسلامية وغيرهم كونهم جزء مهم في هذه العملية الاستثمارية، وتوزيع المسؤوليات وتوفير عناصر ومتطلبات الحوكمة من شفافية وإفصاح وغيرها.

والله من وراء القصد والحمد لله رب العالمين

# المراجــــع


1. إبراهيم الكراسنة، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي، أبوظبي: الإمارات العربية المتحدة، معهد السياسات الاقتصادية، مارس 2006م.
2. إبراهيم رباح إبراهيم المدهرن، دور المدقق الداخلي في تفعيل إدارة المخاطر في المصارف العاملة في قطاع غزة، رسالة الماجستير، فلسطين، 2011م.
3. أبو العباس شهاب الدين البوصيري، زوائد ابن ماجه على الكتب الخمسة، بيروت: لبنان، دار الكتب العلمية، 1993م.
4. أحمد بن فارس، معجم مقاييس اللغة، تحقيق وضبط: عبد السلام هارون، بيروت: لبنان، دار الفكر، 1979م.
5. أحمد جابر بدران، كتاب الشروط وعلوم الصكوك للإمام أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي: مع دراسة عن الصكوك الإسلامية : بين النظرية والتطبيق، القاهرة: دار النشر للجامعات، 2017م.
6. أحمد عبد الكريم سلامة، الأصول المنهجية لإعداد البحوث العلمية، القاهرة: دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، 1999م.
7. أشرف محمد دوابة، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، مصر: جامعة المنصورة، 2010م.
8. جلال الدين السيوطي، الأشباه والنظائر في قواعد وفورع فقه الشافعية، بيروت: لبنان، دار الكتب العلمية، 2015م.
9. جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور، لسان العرب، بيروت: لبنان، مؤسسة التاريخ العربي، 1993م.
10. رحماني تيموريتا ريزيكو، إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، إندونيسيا، المجلد الثالث، العدد 2، ديسمبر، 2009م.
11. زياد بن ناصر المدرع، تقييم الحصص العينية في شركات المساهمة على ضوء أحكام نظام الشركات السعودي، المملكة العربية السعودية: دار الكتاب الجامعي للنشر والتوزيع، 2017م.
12. سليمان أبو جاموس، مبادئ الإدارة، نابلس: فلسطين، جامعة النجاح الوطنية، 1992م.
13. سيد الهواري، الإدارة المالية، الاستثمار والتمويل طويل الأجل، مصر: دار الجيل للطباعة، 1985م.
14. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد – إدارات – شركات – بنوك) الإسكندرية: الدار الجامعية، 2003م.
15. عبد الكريم قندور، التحوط وإدارة الخطر: مدخل مالي، لندن: دار الكتب، 2018م.
16. عبد المعطي محمد عساف، مبادئ الإدارة، المفاهيم والاتجاهات الحديثة، عمان: الآردن، مكتبة المحتسب، 1994م.
17. العجيلي ساسي زميم، استراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وادارة مخاطر الصكوك الإسلامية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 4 العدد 1، يونيو 2016م.

18. عدنان عبد الله عويطة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي، دراسة تأصيلية تطبيقية رسالة دكتوراة جامعة اليرموك أربد الأردن، 2006م.
19. علاء الدين الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، بيروت: لبنان، دار الكتاب العربي، 1982م.
20. علي محمد منصور، مبادئ الإدارة أسس ومفاهيم، القاهرة: مجموعة النيل العربية، 2006م.
21. فيصل مراد، الإدارة، عمان: الأردن، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع ، 1983م.
22. لعزوز بن علي، جامعة الشلف، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، الجزائر، العدد 7، 2010م.
23. محمد بن أبي بكر ابن قيم الجوزية، إعلام الموقعين عن رب العالمين، بيروت: لبنان، دار الكتب العلمية، 1991م.
24. محمد بن إدريس الشافعي، الأم، بيروت: لنان، دار المعرفة، 1973م.
25. محمد بن إسماعيل البخاري، صحيح البخاري، بيروت: لبنان، دار الكتب العلمية، 2001م.
26. محمد شمس الحق العظيم آبادي، عون المعبود، كتاب الإجارة، بيروت: دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، 1995م.
27. محمد عميم الإحسان البركتي، التعريفات الفقهية- معجم يشرح الألفاظ المصطلح عليها بين الفقهاء والأصوليين، بيروت: لبنان، دار الكتب العلمية، 2003م.
28. محمد مرتضى الحسيني الزبيدي،، تاج العروس من جواهر القاموس، تحقيق: إبراهيم الترزي، الكويت: مطبعة حكومة الكويت، 1972م.
29. محمود عساف، أصول الإدارة، القاهرة: مصر، مكتبة عين شمس، 1988م.
30. مسلم علاوي شبلي التوجهات والمفاهيم الحديثة في الإدارة، البصرة، البصرة: العراق، كلية البصرة للعلوم، 2016م.
31. مليكة بن علقمة، مخاطر التمويل بالصكوك الإسلامية وطرق إدارتها، مجلة المصارف العربية، العدد 450، 2019م.
32. مويضي المطيري، بصدارة السعودية .. 90 مليار دولار حجم الصكوك الإسلامية، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، الجمعة 12 أكتوبر 2018م.
33. نجلاء بنت البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، المملكة العربية السعودية: إصدارات كرسي سابك للأسواق المالية، 2013م.
34. نوال بن عمارة، إدارة المخاطر في مصارف المشاركة، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 21- 20، أكتوبر، 2009م.
35. مجلة المصارف العربية، الصكوك وآفاق الاستثمار، بيروت: لبنان، العدد 427، يونيو 2016م.
36. معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2008م، 2010م.
37. Laurent Condamin, Jean-Paul Louisot, Patrick Naim, 2006 Risk Quantification Management Diagnosis and Hedging,op cit.





# توصـــيات المؤتمـــر




## توصيات المؤتمر الدولي الثاني
## للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي)

# الأَسْوَاقُ المَالِيَّةُ الإِسْلامِيّة.. بين الوَاقِعِ وَالوَاجِبْ

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين؛ والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين، سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين ، وبعد:

في ختام فعاليات المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي) والذي انعقد تحت عنوان (الأسواق المالية الإسلامية: بين الواقع والواجب ) بمشاركة نخبة من العلماء والباحثون في مجال الاقتصاد والتمويل والأسواق المالية. على مدى يومي 8 و 9 نوفمبر 2019م ، بمقر جمعية رجال الأعمال الأتراك (الموصياد) MUSIAD، بمدينة إسطنبول- تركيا.

حيث عُرِضَ فيه (عشرون بحثاً أكاديميا) توزعت على ست جلسات بحثية تناولت المحاور التالية:

1- أسواق المال الإسلامية: بين الإمكانات والتحديات.
2- أسواق رأس المال الإسلامية بين الواقع والواجب.
3- المؤسسات المالية في أسواق رأس المال الإسلامية.
4- دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية.
5- دور الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة.
6- الصكوك الإسلامية ودورها في إدارة السيولة.

وقد خلُص المشاركون بالمؤتمر إلى جملة من التوصيات من أبرزها الآتي:




## توصيات المؤتمر الدولي الثاني
## للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي(إيفي)

1- ينبغي على الدول الإسلامية الأخذ بالتجارب الرائدة في مجال الصكوك الإسلامية والاستفادة من مزاياها وتفادي سلبياتها، كأداة تمويل واستثمار يمكن التعويل عليها في تمويل مشاريع التنمية، وكبديل مناسب عن أدوات الدين العام ذات الالتزامات الثابتة التي أدت إلى انعكاسات سلبية على الاقتصاد الوطني لاسيما في المدى البعيد.

2- دعوة الحكومات والمصارف المركزية إلى توظيف الصكوك الإسلامية كآلية بديلة لإعادة تمويل المصارف الإسلامية من قبل المصرف المركزي كملجأ أخير لها.

3- العمل على تفعيل واستحداث أدوات مالية قصيرة ومتوسطة الأجل تتماشى مع الشريعة الإسلامية، وتسهم في المواءمة بين الربحية والسيولة والأمان والتنمية، مع أهمية رفع مستويات إدارة السيولة في منشآت المال والأعمال بشكل عام؛ والمؤسسات المالية الإسلامية بشكل خاص.

4- ضرورة تنويع الصكوك الإسلامية وفقاً للصيغ الإسلامية المتعددة، وعدم الاقتصار على صيغ معينة، وهو ما أضعف الدور التنموي للصكوك.

5- الدعوة إلى هندسة صكوك إسلامية أصيلة بعيداً عن محاكاة السندات التقليدية المتداولة حالياً في الأسواق المالية.

6- دعم تأسيس وتفعيل صناديق الاستثمار، من خلال توفير البيئة الاستثمارية والقانونية المناسبة لها, ونشر الوعي لدى المجتمع بأهميتها ودورها التنموي في المجالات الاقتصادية والاجتماعية.

7- تشجيع وتبني استراتيجية صناديق الاستثمار (برأس المال المخاطر) الإسلامية كبديل لمصادر التمويل الرسمي في دعم وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال.



8- ضرورة إنشاء مظلة دولية تضم (المتخصصين والباحثين في الاقتصاد الإسلامي) و(المستثمرين) لتبادل الخبرات والآراء لتقييم منتجات الأسواق المالية والمصارف الإسلامية والمساهمة في تطويرها وابتكار منتجات أخرى أكثر فاعلية.

9- أهمية تفعيل دور منظمة التعاون الإسلامي في إنشاء وتطوير وتفعيل سوق مالية إسلامية موحدة من خلال العديد من الأدوات المالية التكاملية لا سيما ما يتعلق بتجانس التشريعات، وتنويع الأوراق المالية الإسلامية، وتفعيل دور المصارف الإسلامية داخل السوق.

10- الالتزام بقرارات المجامع الفقهية في إدارة الأسواق المالية وخاصة فيما يتعلق بالصكوك.

11- تأسيس مظلة تجمع العلماء والباحثين في مجال الاقتصاد والتمويل الإسلامي تحت مسمى (رابطة الاتحاد العالمي للاقتصاد الإسلامي).

12- التأكيد على أهمية استمرار عقد المؤتمرات والندوات العلمية لحث الجهود البحثية في تقييم وتقويم الأسواق المالية، مع أهمية الربط بين الجانب الأكاديمي والجانب التطبيقي في هذا المجال.

13- التنسيق والتكامل بين (جمعية رجال الأعمال بتركيا، والمنتدى الدولي لرجال الأعمال IBF من جهة)، مع (الباحثين في مجال الاقتصاد والتمويل الإسلامي )من جهة أخرى، لبحث سبل إيجاد حلول إسلامية للمشاكل التي تعترضهم في مجال المال والأعمال.

14- تعزيز التوصية باعتماد اسطنبول عاصمة عالمية للاقتصاد والتمويل الإسلامي. وهي التوصية التي بادر بإطلاقها الباحثون المجتمعون في ختام فعاليات المؤتمر الدولي الأول للأكاديمية الأوربية للتمويل والاقتصاد الإسلامي المنعقد في 16و17 أبريل 2018م. بمدينة اسطنبول.

والله الموفق لكل خير،، وهو الهادي إلى سواء السبيل









TURKEY: Ikietlle- Ataturk Mah. Teknkyapi Metropark Sitesi - B1 Blok- Kat 26 -Daire: 210
ISTANBUL – TURKEY - ☏ +90 552 441 1718 +90 212 812 2255
UK : 160 Kemp House, City Road, London EC1V 2NX ☏ +44 7937004802
**WWW.EAIFE.ORG @ info@eaife.org**

المؤتمر الـدولي الثـاني

للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي)




# الأسواق المالية الإسلامية

## بين الواقع والواجب

08 و 09 نوفمبر 2019 م إسطنبول – تركيا




المنتدى الدولي لرجال لأعمال



جامعة غازي عنتاب للعلوم الإسلامية والتكنولوجيا




جامعة الجنان- لبنان




جمعية رجال الأعمال والصناعيين المستقلين .بتركيا


















# برنــامج فعــاليــات المـؤتـمــر الدولي الثاني للأكاديمية

## اليوم الأول: الجمعة 08 نوفمبر 2019 م

| الوقت | | البرنامج |
|---|---|---|
| 9:55 – 9:15 | | استقبال وتسجيل المشاركــين |
| 10:00 – 9:55 | | الاستفتاح بآيات بيّنات من الذكر الحكيم |
| | | الســلام الجمـــهـــوري التـــــركـــي |
| **الجلسة الأولى: افتتاح المؤتمر وكلمــات الضــيــوف** | | |
| 12:00 – 10 :00 | | 1- كلمة رئيس المؤتمر: أ.د. أشــرف دوابــه<br>رئيس الأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي |
| | | 2- كلمة السيد/ د. أرول يـــــارار<br>رئيس المنتدى الدولي لرجـــال الأعمال IBF |
| | | 3- كلمة السيد/ د. عبدالرحمن كـــان<br>رئيس جمعية رجال الأعمال والصناعيين المستقلين ( موصياد)MÜSİAD |
| | | 4- كلمة السيد / د. نــورالدين نبــاتي<br>نائب وزيـــر المــالـــيـــة بتركــيـا |
| | | 5- كلمة السيد/ د.نهاد خطيب أوغلــو<br>رئيس جامعة غازي عنتاب للعلوم الإسلامية والتكنولوجيا |
| | | 6- كلمة الدكتور: سالم فتــحي يكـــــن<br>رئيس مجلس أمناء جامعة الجنان – لبنان |
| | | 7- كلمة فضيلة الأستاذ الدكتور: علي القـــره داغــي<br>الأمين العـــام للاتحاد العالمي لعلماء المسلمين |
| 2:00 – 12:00 | | استراحـة لصلاة الجمـعـــة + وجـبـــة الغــــداء |





# برنامج فعاليات المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية

**اليوم الأول: الجمعة 08 نوفمبر 2019 م**

**الجلسة الثانية: أسواق المال الإسلامية .. بين الإمكانات والتحديات**

| التوقيت | | |
|---|---|---|
| رئيس الجلسة | | أ.د. عبدالمطلب آربا<br>رئيس قسم الاقتصاد الإسلامي بجامعة اسطنبول صباح الدين زعيم- تركيا |
| 2:00 – 2:30 | | واقع ومستقبل أسواق المال الإسلامية<br>أ.د. علي محي الدين القره داغي- الأمين العام للاتحاد العالمي لعلماء المسلمين |
| 2:30 – 2:50 | | الأوراق المالية الإسلامية في سوق رأس المال التركي<br>أ.د.حمدي دندرون: رئيس قسم الاقتصاد والتمويل الإسلامي جامعة كاراتاي-تركيا |
| 2:50 – 3:10 | | الصكوك الإسلامية في تركيا ..رؤية إسلامية<br>أ.د. ثروت بايندر أستاذ الاقتصاد الإسلامي بجامعة إسطنبول- تركيا |
| 3:10 – 3:30 | | السوق المالية الإسلامية الموحدة....تحديات ومقومات<br>أ.د. أشرف دوابّه أستاذ الاقتصاد والتمويل الإسلامي بجامعة اسطنبول صباح الدين زعيم، ورئيس الأكاديمية الأوربية للتمويل والاقتصاد الإسلامي |
| 3:30 – 4:00 | | مداخلات ونقاش حول أبحاث الجلسة |
| 4:00 – 4:20 | | - استراحة لصلاة العصر |

**الجلسة الثالثة: دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية**

| التوقيت | | |
|---|---|---|
| رئيس الجلسة | | أ. غزوان المصري<br>نائب رئيس المنتدى الدولي لرجال الأعمال IBF |
| 4:20 – 4:35 | | واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها-تقييم التجربة الماليزية<br>أ.نوارة مبروك- باحثة دكتوراة في الإدارة المالية - جامعة جيجل- الجزائر |
| 4:35 – 4:50 | | الدور التنموي للصكوك الوقفية<br>د. مفتاح عبدالسلام عليلش – محاضر بكلية الاقتصاد جامعة مصراته-ليبيا |
| 4:50 – 5:05 | | الصكوك الوقفية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي: الامارات العربية المتحدة نموذجا<br>أ.عبدالجليل مقدم. جامعة بشار- أ.خولة عدناني. جامعة أدرار- الجزائر |
| 5:05 – 5:35 | | مداخلات ونقاش حول أبحاث الجلسة |

**ختام فعاليات اليوم الأول للمؤتمر**






# برنامج فعاليات المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية

| اليوم الثاني : | السبت 09 نوفمبر 2019 م |
|---|---|
| 10:00 – 9:40 | استقبال وتسجيل المشاركيـن |
| افتتاحية اليوم الثاني 10:25 – 10:00 | مشاركة السيد مستشار رئيس حزب العدالة والتنمية بتركـيا<br>**الاقتصاد بين السياسة والاجتماع**<br>أ.د.ياسين أقطاي – مستشار رئيس حزب العدالة والتنمية بتركـيا |
| **الجلسة الأولى: أسواق رأس المال الإسلامية بين الواقع والواجب** | |
| رئيس الجلسة | **أ.د. عبدالمجيد المخلافي**<br>وزير التعليم العالي السابق بجمهورية اليمن |
| 10:40 – 10:25 | **تأثير الأسواق المالية على الخريطة الاستثمارية للدولة**<br>د.أحمد مطر – رئيس جمعية مؤتمن الاقتصادية بتركيا<br>ورئيس المركز العربي للدراسات الاقتصادية - مصر |
| 10:55 – 10:40 | **المشتقات المالية في الأسواق المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية**<br>أ.محمد عدنان أبو الهيجاء – محاضر بالجامعة الأردنيـــة – الأردن |
| 11:10 – 10:55 | **الدعوة لإلغاء بورصات الأوراق المالية بين الواقعية والخيال**<br>أ. عبدالمنعم الشوماني محاضر بجامعة السيد محمد بن علي السنوسي- ليبيا<br>أ. علي هب الريح - محاضر بكلية الاقتصاد- جامعة مصراته- ليبيا |
| 11:25 – 11:10 | **كفاءة الأسواق المالية ( دراسة تطبيقية على البورصة المصرية)**<br>أ.د.أشرف دوابه أستاذ الاقتصاد الإسلامي بجامعة صباح الدين زعيم<br>تمارا الحكيمي – باحثة دكتوراه اقتصاد اسلامي- جامعة صباح الدين زعيم- تركيا |
| 11:55 – 11:25 | **مداخلات ونقاش حول أبحاث الجلسة** |
| 12:10 – 11:55 | استراحـــــة |
| **الجلسة الثانية: المؤسسات المالية في أسواق رأس المال الإسلامية** | |
| رئيس الجلسة | **أ.د. خالد ابا الصافي المطيري**<br>أستاذ الفقه المقارن بجامعة الكويت ومدير برنامج الدبلوم العالي في التمويل الاسلامي |
| 12:25 – 12:10 | **دور صناديق الاستثمار في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة**<br>د. جمال شعيب –دكتوراه اقتصاد إسلامي جامعة صباح الدين زعيم-تركيا |
| 12:40 – 12:25 | **صندوق استثمار إسلامي مُخاطر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة (نموذج تمويلي مقترح)**<br>أ.محمد الطاهر الهاشمي – باحث في التمويل الإسلامي- محاضر بجامعة مصراته- ليبيا |
| 12:55 – 12:40 | **استثمار المصارف الإسلامية فوائضها النقدية في الأسواق العالمية وأثره الاقتصادي على المجتمعات الاسلامية**<br>د. أنس سليمان اغبارية - عضو الهيئة الشرعية لشركة البركة للتمويل الإسلامي |




# برنـامج فعـاليـات المـؤتمـر الدولي الثاني للأكاديمية




| اليوم الثاني : | | السبت 09 نوفمبر 2019 م |
|---|---|---|
| 12:55 – 1:10 | | **تطور الأسواق المالية وثورة Fintech الرقمية في خدمة القطاع المالي**<br>اعتماد التكنولوجيا المالية لتطوير الأسواق المالية الإسلامية العربية<br>(الإمكانات والاستفادة من التجارب العالمية)<br>أ.محمد الأمين بودخيل - أستاذ محاضر بجامعة بشار- الجزائر |
| 1:10 – 1:40 | | مداخلات ونقاش حول أبحاث الجلسة |
| 1:40 – 2:40 | | استراحة لصلاة الظهر + وجبة غـــــداء |
| **الجلسة الثالثة: الصكـوك الإسلامية ..ودورهـا في إدارة السيولة** | | |
| رئيس الجلسة | | **أ.د. سهيل الحـوامـدة**<br>أستاذ الاقتصاد الإسلامي بجامعة صباح الدين زعيم- تركيا |
| 2:40 – 2:55 | | **الأطر القانونية والشرعية الحاكمة لإصدارات الصكوك بالمملكة العربية السعودية - دراسة تحليلية مقارنة مع(ماليزيا- الإمارات)**<br>د.أحمد النجار - خبير مالي واقتصادي، ومستشار وزير المالية المصري للصكوك سابقا<br>أ.د. أنور حسن عبد الله عثمان -أستاذ مساعد ونائب العميد للشئون الأكاديمية، معهد المصارف الإسلامية والتمويل (IIiBF)، الجامعة الإسلامية العالمية (IIUM)، كوالالمبور – ماليزيا. |
| 2:55 – 3:10 | | **صكوك الاستثمار قصيرة الأجل وإدارة السيولة**<br>د. عزالدين مصطفى الكور –أستاذ مشارك بجامعة طرابلس- ليبيا |
| 3:10 – 3:25 | | **المعضلات الاربع ودور الصكوك الإسلامية في حلها (بنك دبي الإسلامي أنموذجا)**<br>د. سميرة مشراوي - أستاذ محاضر بجامعة الأغواط- الجزائر |
| 3:25 – 3:40 | | **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**<br>الباحـثون د. عز الدين حشلوف و أ. صالح الدوفاني و أ. خالد أبوجناح/ليبيا |
| 3:40 – 4:10 | | مداخلات ونقاش حول أبحاث الجلسة |
| 4:10 – 4:25 | | استـــــراحـــة لصلاة العصـــر |
| **الجلسة الرابعة: دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة** | | |
| رئيس الجلسة | | **أ.د. أشرف دوابّـه**<br>أستاذ الاقتصاد والتمويل الإسلامي بجامعة اسطنبول صباح الدين زعيم<br>ورئيس الأكاديمية الأوربية للتمويل والاقتصاد الإسلامي |
| 4:25 – 4:40 | | **الصكوك الاسلامية ودورها في تمويل عجز الموازنة العامة**<br>أ.علي السائح حسين- محاضر بكلية الاقتصاد- جامعة سرت- ليبيا |






| اليوم الثاني : | | السبت 09 نوفمبر 2019 م |
|---|---|---|
| 4:55 – 4:40 | | **الصكوك المالية الإسلامية ودورها في تمويل الموازنة العامة للدولة**<br>أ.محمد إبراهيم قطان- باحث دكتوراه بجامعة صباح الدين زعيم- تركيا |
| 5:10 – 4:55 | | **الوجه الإسلامي لتنظيم آليات تداول السيولة في السوق المالية**<br>د. نجـاة طبـاع –أستاذ محاضر بجامعة عبدالرحمن ميرة- الجزائر |
| 5:40 – 5:10 | | مداخلات ونقاش حول أبحاث الجلسة |
| 5:50 – 5:40 | | استراحـــــــة |
| 6:00 – 5:50 | | **اختتـــام فـعــاليات المؤتمــر** |



# التطبيقات العملية للصكوك الإسلامية

## برنامج تدريبي تقدمه أكاديمية إيفي على هامش المؤتمــر

| اليوم الثالث : | | الأحــــد 10 نوفمبر 2019 م |
|---|---|---|
| 3:00 – 10:00 | ورشة عـمـل | **التطبيقات العملية للصكوك الإسلامية**<br>يقدمها: أ.د. أشرف دوابـه –رئيس الأكاديمية الأوربية للتمويل والاقتصاد الإسلامي |
| | المحاور | - مفهوم وخصائص الصكوك - أهداف وأهمية الصكوك - أنـــواع الصكوك<br>- تطبيقات الصكوك - إشكاليات التطبيقات العملية للصكوك |
| | المكان | قاعة التدريب بمقر جمعية رجال الأعمال (موصياد)MÜSİAD - تركيا |